

Ruusa Vallin

# **SJOITTAJIEN MOTIIVIT SJOITUSMUOTOISESSA JOUKKORAHOITUKSESSA**

Johtamisen ja talouden tiedekunta  
Pro gradu -tutkielma  
Toukokuu 2019

# TIIVISTELMÄ

Ruusa Vallin: Sijoittajien motiivit sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa  
Pro gradu -tutkielma  
Tampereen yliopisto  
Kauppatieteiden tutkinto-ohjelma; yrityksen laskentatoimi  
Ohjaaja: Eeva-Mari Ihantola  
Toukokuu 2019

---

Joukkorahoitus on nopeasti yleistynyt rahoitusväline. Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa sijoittajat voivat ostaa listaamattoman yrityksen osakkeita joukkorahoitusalan kautta. Yrityksen ja riskin arviointi on haastavaa informaation epäsymmetrian ja varmentamattomien taloustietojen vuoksi. Sijoitukset ovat tyypillisesti pienempiä kuin enkeli- tai riskipääomasijoittajilla ja riski jakaantuu suurelle joukolle sijoittajia. Listaamattomien yritysten osakkeiden jälkimarkkina on epälikvidi.

Tutkimuksen tavoitteena oli parantaa ymmärrystä siitä, millaisia motiiveja sijoittajilla on joukkorahoitukseen osallistumiselle ja mitkä tekijät yhdessä motiivien kanssa vaikuttivat sijoituskohteen valintaan. Teoreettisessa viitekehyksessä tarkastellaan joukkorahoitusta rahoitusvälineenä, sijoittajien motiiveja osallistumiselle ja sijoituskohteen valintaan vaikuttavia tekijöitä. Lisäksi tarkastellaan enklisijoittajien motiiveja, brändiyhteisöjen vaikutusta kuluttajien päätöksentekoon ja lahjoittajien päätöksentekoa. Tutkielman empiirinen osuus toteutettiin haastattelemalla kymmentä sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen sijoittanutta henkilöä. Kaikki sijoituskohteet olivat kasvuhakuisia käsityöpanimoita.

Tutkielman tulosten perusteella voidaan joukkorahoitukseen osallistuvat sijoittajat jakaa kolmeen ryhmään. Aktiiviset ja sitoutuneet -ryhmän jäsenet ovat sijoittaneet henkilökohtaisen kiinnostuksen ja tuen vuoksi. Passiiviset -ryhmän jäsenet ovat kiinnostuneempia toimialasta kuin tietystä yrityksestä. Taloudellisen ryhmän jäsenet ovat sijoittaneet tuottojen vuoksi, mutta kahdessa muussa ryhmässä taloudelliset motiivit eivät esiintyneet lähes lainkaan.

Tutkimuksen tulokset osallistumisen motiiveista olivat linjassa aiemman joukkorahoitusta käsittelevän kirjallisuuden kanssa. Ne erosivat sijoitusmuotoiselle joukkorahoitukselle löydetyistä motiiveista, joiden on tutkittu olevan taloudellisia ja tuottohakuisia. Tässä tutkimuksessa motiivit saattoivat olla kokonaan muita kuin taloudellisia. Tähän vaikuttaa todennäköisesti se, että sijoituksen motiivit liittyvät enemmän henkilökohtaiseen kiinnostukseen, yrittäjän tukemiseen ja yhteisöllisyyden kokemuksen tavoitteluun.

Avainsanat: joukkorahoitus, motiivit, sijoitusmuotoinen joukkorahoitus

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -ohjelmalla.

## SISÄLLYSLUETTELO

1	JOHDANTO .....	1
1.1	Joukkorahoituksen kasvu .....	1
1.2	Joukkorahoitus panimoteollisuudessa .....	2
1.3	Keskeinen kirjallisuus .....	3
1.4	Tutkimuksen perustelu .....	4
1.5	Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset .....	5
1.6	Tutkimuksen toteutus ja rajaukset .....	6
2	JOUKKORAHOITUS .....	8
2.1	Joukkorahoitus sijoitusvälineenä ja keskeiset käsitteet .....	8
2.1.1	Joukkorahoituksen tausta ja asema yritysrahoituksessa .....	8
2.1.2	Joukkorahoitusprosessi, toimijat, alustat ja kampanjat .....	10
2.1.3	Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus .....	14
2.1.4	Palkintomuotoinen joukkorahoitus .....	14
2.1.5	Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus .....	15
2.1.6	Lainamuotoinen joukkorahoitus .....	16
2.1.7	Joukkorahoituksen ongelmakohtia .....	16
2.2	Joukkorahoitukseen osallistuminen .....	18
2.2.1	Miksi sijoittajat osallistuvat joukkorahoitukseen .....	18
2.2.2	Miksi sijoittajat valitsevat tietyn projektin .....	20
2.3	Yhteenveto joukkorahoituksesta .....	26
3	EPÄVIRALLISET SIJOITTAJAT, BRÄNDIYHTEISÖT JA LAHJOITUKSET .....	28
3.1	Epäviralliset sijoittajat .....	28
3.1.1	Yrittäjän omat varat ja lähipiirin tuki .....	29
3.1.2	Enkelisijoittajat .....	29
3.2	Ei-taloudellisia motiiveja: Brändiyhteisöjen vaikutus kuluttajiin ja lahjoittajien päätöksenteko .....	34
3.2.1	Kuluttajat ja brändiyhteisöt .....	34
3.2.2	Lahjoittajien päätöksenteko .....	36
3.3	Yhteenveto teoreettisesta viitekehyksestä .....	38
4	TUTKIMUKSEN TOTEUTUS .....	45
4.1	Empiirisen aineiston kerääminen ja analysointi .....	45
4.2	Aineiston kuvaus ja tulokset .....	46
4.2.1	Aineiston kuvaus .....	46
4.2.2	Tutkielman tulokset .....	59
4.3	Tutkimuksen luotettavuus .....	65
5	JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO .....	67
5.1	Johtopäätökset .....	67
5.2	Yhteenveto .....	69
	LÄHTEET .....	72
	LIITTEET .....	78
	LIITE 1: Haastattelurunko .....	78
	LIITE 2: Haastattelut .....	79

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Joukkorahoituksen kasvu

Joukkorahoitus on maailman nopeimmin kasvava rahoitusmarkkina; sen volyymi on muutaman vuoden aikana moninkertaistunut. Suomessa markkinan koko oli vuonna 2018 jo noin 307 miljoonaa euroa, josta sijoitusmuotoista joukkorahoitusta oli 58 miljoonaa (63 miljoonaa 2017). Kokonaismarkkina on tuplaantunut vuodesta 2016, jolloin sen kokonaisarvo oli 149 miljoonaa euroa. (Suomen Pankki 2019) Tällä hetkellä maailmanlaajuisesti arvioidaan toiminnassa olevan tuhansia joukkorahoitusaloja, ja Maailmanpankki arvioi vuonna 2016 joukkorahoituksen yltävän kumulatiivisesti 300 miljardiin vuoteen 2025 mennessä (Short, Ketchen, McKenny, Allison & Duane Ireland 2017). Markkinan arvon ja merkityksen kasvusta kertoo, että vuonna 2017 joukkorahoituksen on jo arvioitu olleen 262 miljardia euroa. (Kallio & Vuola, 2018, 42)

Vaikka joukkorahoitusta tarjoavista palveluista on kehittymässä merkityksellisiä rahoitusmarkkinoiden toimijoita, rahoitusmuodolla on omat haasteensa, kuten kehittymättömät jälkimarkkinat sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa. On esitetty huolia, onko sijoittajansuoja riittävä kehittyvästä sääntelystä huolimatta. Joukkorahoitus on uudistanut rahoitusmarkkinan sääntelyä monissa maissa. Merkittävimpiä joukkorahoitukseen liittyviä uudistuksia on ollut JOBS Act Yhdysvalloissa. Suomessa uusi joukkorahoituslaki tuli voimaan syksyllä 2016. (Kallio & Vuola 2018, 58, 63; Crowdfunding from an investor perspective 2015)

Sääntelystä huolimatta joukkorahoituksella on edelleen ongelmakohtia ja kasvu on hidastunut. Viime vuosina lainamuotoinen joukkorahoitus on kasvanut sijoitusmuotoista nopeammin. Suomen Pankin mukaan sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen suosion laskua selittävät korkea riski ja vaikeudet arvonmäärittämisessä. (Herrala 2019; Suomen Pankki 2019)

## 1.2 Joukkorahoitus panimoteollisuudessa

Käsityöoluet (englanniksi craft beer) ovat viime vuosina vallanneet markkinaa massatuotetuilta lager -oluilta Yhdysvalloissa ja Euroopassa. Yhdysvalloissa käsityöoluet kattoivat 13,2% volyymilla mitattuna ja 24% arvossa mitattuna 114:sta miljardin dollarin olutmarkkinasta vuonna 2018. (Brewers Association 2019.) Ilmiö syntyi Yhdysvalloissa 1980 -luvun lopulla, ja on viimeisen kymmenen vuoden aikana levinnyt Eurooppaan ja muualle maailmaan. Yhdysvalloissa monet panimot ovat kasvaneet jo suuriksi yrityksiksi. Euroopassa ilmiön myötä syntyneet uudet panimot ovat vielä nuorempia ja vasta kasvun kynnyksellä. Ala on kasvanut nopeasti, mutta nopea kasvu on johtanut osittain myös ylitarjontaan tiukasti kilpaillulla alalla. (The Guardian 15.4.2017; The New York Times 4.2.2015; Talouselämä 18.8.2017.)

Panimoteollisuudessa kasvu edellyttää isoja kertainvestointeja, jolloin rahoituksen tarve on suuri ja orgaaninen kasvurahoitus vaikeaa. Nykyajan joukkorahoitustrendin aloitti Iso-Britanniassa Brewdog -panimo, joka keräsi kolmella rahoituskierroksella vuosina 2009-2016 yhteensä 27 miljoonaa puntaa 18 000 sijoittajalta. Myös Iso-Britanniassa sijaitseva Verdant Brewing keräsi joukkorahoitusta vain kahdessa viikossa miljoona puntaa, ja lopulta moninkertaisesti alkuperäisen tavoitesumman verran. (Brewdog 2019; Verdant Brewing 2019.) Joukkorahoituksesta on tullut merkittävä rahoituksen väline pienpanimoteollisuudessa myös Suomessa. Suomessa joukkorahoituksella oman pääoman ehtoista pääomaa ovat keränneet muun muassa Sori Brewing yhteensä miljoona euroa vuosina 2014 ja 2015, Sangen noin miljoona euroa, Pyynikin Käsityöläispanimo useassa annissa yhteensä noin miljoona euroa ja Maku Brewing 0,3 miljoonaa euroa. (Sori Brewing 2019; Koskinen 2017.)

Joissakin tapauksissa sijoittajat ovat myös saaneet myyntivoittoa sijoituksestaan. Lontoon lähellä Iso-Britanniassa joukkorahoituksella 2,75 miljoonaa puntaa rahoitusta kerännyt Camden Town -panimo myytiin Anheuser Buschille 2015. Sijoittajat saivat luonnollisesti rahansa takaisin, mutta monille se ei ollut asian ydin. Myynti herätti negatiivisia tunteita, koska monet sijoittajat olivat paikallisia ja kokivat menettävänsä jotain omaansa. Sijoittajat eivät niinkään olleet mukana rahan vuoksi, vaan ollakseen osa panimoa. Panimon perustaja

Cuppaidge, joka lähipiirinsä kanssa omisti 95% panimon osakkeista aiemmin, totesi The Guardianille, että sijoittajien tulisi olla innoissaan siitä, että osakkeet myytiin preemiolla. The Guardianin mukaan kyseessä oli noin 70% tuotto sijoitetulle pääomalle. (The Guardian 21.6.2015). Brewdog on toinen esimerkki sijoittajilleen tuottoa tehneestä joukkorahoitetusta yrityksestä; se myi osuuden osakkeistaan 213 miljoonalla punnalla, jolloin myös joukkorahoitukseen osallistuneilla sijoittajilla oli mahdollisuus myydä osakkeitaan. (Davies 2017).

Suurin osa käsityöoluisiin sijoittaneista ei kuitenkaan ole saanut tuottoa sijoitukselleen. Jälkimarkkinoiden puute on haaste listaamattomien panimoiden osakkeiden myynnissä, vaikka arvostus teoriassa kasvun myötä olisikin noussut. Suomessa Sangenin eli Tornion Panimon emoyhtiön joukkorahoituksen yhteydessä keskusteltiin siitä, olivatko panimon ennusteet todenmukaisia, ja kuinka positiivinen yritys saa arvioissaan olla. (Kankare 2017.) Iso-Britanniassa keskustelua on herännyt siitä, että houkuttelevista onnistujista huolimatta suuri joukko panimoyrityksistä epäonnistuu. Kokemattomat perustajat eivät välttämättä osaa arvioida vaadittujen investointien suuruutta ja kilpailun kovuutta. (The Guardian 17.4.2017)

Joukkorahoitus on siis lunastanut paikan rahoitusmarkkinoilla, mutta siihen liittyy ongelmia, joihin ei ole vielä löytynyt vastauksia. Panimoalalla joukkorahoitus on ollut suosittu rahoitusväline viime vuosina. Alalla on nähty myös onnistuneita myyntitilanteita, joissa joukkorahoitukseen sijoittaneet ovat saaneet tuottoa sijoitukselleen. Tämä ei kuitenkaan ole miellyttänyt kaikkia sijoittajia, jotka eivät kaivanneet tuottoa vaan omaa panimoa ja yhteisöllisyyttä. Yllä esitetty ristiriita on lähtökohta tälle tutkimukselle. Jos sijoittajat eivät ole kiinnostuneita tuotosta, niin mitä he haluavat?

### **1.3 Keskeinen kirjallisuus**

Joukkorahoituksesta on julkaistu viime vuosina paljon tutkimuksia. Kaikki nimenomaan joukkorahoitukseen liittyvä tutkimus on melko uutta. Aiheen tutkimus rakentuu muutaman keskeisen keskustelun ympärille. Pääpiirteittäin tutkimukset jakaantuvat sen mukaan, ovatko keskiössä onnistuneen kampanjan menestystekijät (Mollick 2014), sääntely (Dushnitsky,

Guerini, Piva & Rossi-Lamastra 2016), sijoittamisen motiivit (Gerber & Hui 2013; Bretschneider & Leimeister 2017), kampanjan viestintä ja markkinointi (Ahlers, Cumming, Günther & Schweizer 2015), alueelliset erot tai rajoitteet (Agrawal, Catalini & Goldfarb 2015), vai tuettava kohde (esimerkiksi taide, tiede, videopeli, yritys) (Mollick 2014; Ordanini, Miceli, Pizzetti, & Parasuraman 2011). Monet tutkimukset sivuavat useampia näistä osa-alueista. Onnistuneen rahoituksen menestystekijät ja sijoittajien motiivit ovat tärkeimpiä keskusteluita tutkielman kannalta.

Lähdekirjallisuuden toinen osuus ovat epävirallisia sijoittajia, brändiyhteisöjä ja lahjoittamista käsittelevät tutkimuskeskustelut. Joukkorahoitukseen osalta teorianmuodostus jatkuu edelleen, ja mainittujen ilmiöiden avulla voidaan ymmärtää joukkorahoitukseen ja sijoittajien motiiveihin liittyviä tekijöitä ja liittää joukkorahoituksen tutkimusta muun tutkimuksen kaanoniin. Epävirallisiin sijoittajiin liittyvä tutkimus tuo mukaan listaamattomiin yrityksiin sijoittavien yksilöiden motiiveja ja päätöksentekoa (Sohl 1999, Mason & Harrison 2002; Sullivan & Miller 1996). Teoria brändiyhteisöistä auttaa ymmärtämään yhteisöllisyyttä ja muiden ihmisten käyttäytymisen vaikutusta joukkorahoitukseen osallistuttaessa (Muniz & Guinn 2001). Lahjoittajien osalta tarkastellaan motiiveja lahjoittamiseen ja sitä, miten Internet ja sosiaalinen media ovat vaikuttaneet prosessiin (Guy & Patton 1989; Saxton & Wang 2014).

## 1.4 Tutkimuksen perustelu

Joukkorahoitusta käsittelevää tutkimusta on ilmestynyt viime vuosina kiihtyvällä tahdilla. Tutkimus on keskittynyt etenkin joukkorahoituskampanjan menestystekijöihin, eli tekijöihin, jotka johtavat kampanjan onnistumiseen. (Cumming, Deloof, Manigart & Wright 2019; Estrin, Gozman & Khavul 2018; Hoegen, Steininger & Veit 2018.) Tutkimus on ollut osittain normatiivista sen suhteen, miten yrittäjien pitäisi toteuttaa joukkorahoituskampanjansa sekä viestiä siitä (Ahlers ym. 2015; Mollick 2014). Tarvitaan kuitenkin edelleen tietoa siitä, miksi sijoittajat valitsevat joukkorahoituksen (Estrin ym. 2018). Tämän ymmärtäminen voi omalta osaltaan helpottaa rahoituksen hakijoita kohdentamaan ja tehostamaan viestintäänsä rahoitusta kerätessä. Lisäksi se auttaa ymmärtämään, miten joukkorahoitus rahoitusvälineenä

toimii sijoittajan näkökulmasta. Joukkorahoituksessa sijoittajina toimivat usein kuluttajat, joiden toimintaa sijoittajina joukkorahoituksessa on tutkittu vasta vähän. Joukkorahoitus on siis moniulotteinen ilmiö, johon ei voi suoraan soveltaa jo olemassa olevaa rahoitusteoriaa (Hoegen ym. 2018, 340).

Suuri osa joukkorahoituksen tutkimuksista on käyttänyt sekundääristä aineistoa, joka on kerätty etenkin joukkorahoitusaloilta. Lisäksi suurin osa tutkimuksista on kvantitatiivisia, eli ne tarkastelevat joukkorahoitusaloille julkaistujen kampanjoiden tietoja. (Hoegen ym. 2018, 346.) Tarvitaan siis tutkimusta siitä, mitkä ovat sijoittajien motiiveja osallistua joukkorahoitukseen ja mitkä projektin tekijät ovat yksilötasolla tärkeitä.

Käsityöpanimoiden sijoittajat valikoituivat tutkimuksen kohteeksi useasta syystä. Ensinnäkin Suomessa ja maailmalla on toteutettu useita käsityöpanimoiden joukkorahoituksia, ja yksin Suomessa osallistujia on tuhansia. Aihe siis koskettaa laajaa joukkoa. Joukkorahoituksen avulla on rahoitettu monenlaisia yrityksiä, mutta on helpompaa etsiä yhtäläisyyksiä ja eroavaisuuksia, kun sijoituksen kohteet muistuttavat toisiaan. Toisaalta olutharrastuksen ja pienpanimoiden voidaan nähdä joukkorahoituksen piirissä yleisemmin edustavan halua tukea omaa mielenkiinnon kohdetta tai harrastusta, joten tulokset voivat mahdollisesti antaa suuntaa myös muiden vastaavien ilmiöiden tutkimiseen. Panimoiden joukkorahoituskampanjoissa ilmenevät usein joukkorahoituksen eri muodot samaan aikaan, mikä lisää asetelman kiinnostavuutta. Esimerkiksi Brewdog markkinoi sijoitusmuotoista joukkorahoituskampanjaansa etenkin yhteisöllisyyden ja etujen kautta. (Brewdog 2019b)

## **1.5 Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset**

Tutkimuksen tavoitteena on syventää ymmärrystä siitä, millaisia motiiveja sijoittajilla on joukkorahoitukseen osallistumiselle, ja mitkä tekijät yhdessä motiivien kanssa vaikuttivat sijoituskohteen valintaan. Tarkemmin tarkastellaan sitä, ovatko tärkeimmät osallistumisen motiivit taloudellisiin tuotto-odotuksiin liittyviä, ja mitä muita motiiveja ja syitä taloudellisten lisäksi tai sijasta sijoitukselle on. Tavoitteena on myös tarkastella, löytyykö



motiiveista niitä sosiaalisia ja yhteisöllisiä ulottuvuuksia, joita joukkorahoituksella on aiemmissa tutkimuksissa arvioitu olevan. Motiivien avulla pyritään ymmärtämään aiemmin esitettyä ristiriitaa myymisen ja sijoittajien tyytymättömyyden suhteen.

## 1.6 Tutkimuksen toteutus ja rajaukset

Tutkielma toteutettiin laadullisena tutkimuksena. Empiirinen aineisto kerättiin puolistrukturoiduin teemahaastatteluin. Haastateltavat olivat käsityöpanimoihin vuosina 2012 – 2018 sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kautta sijoittaneita henkilöitä. Haastatteluja tehtiin yhteensä kymmenen. Haastattelu valittiin aineistonkeruumetodiksi, koska aiempaa tutkimusta on vähän eikä ole yksiselitteistä teoriaa, jonka avulla testata kausaalisuutta. Puolistrukturoidut kysymykset jättävät haastateltavalle tilaa kertoa omasta kokemuksestaan. Haastattelu on hyvä metodi silloin, kun halutaan tutkia ilmiöitä, joita haastateltava ei pohdi päivittäin. Haastatteluin voidaan selvittää yksittäisten ihmisten motiiveja ja sijoituksen kontekstia. (Hirsjärvi & Hurme 1982, 13, 35.) Sijoittajien motiiveja voi jäädä piiloon, kun tarkastellaan määrällisesti joukon tekemiä päätöksiä, kuten aiemmissa tutkimuksissa. Tutkimusmetodina on temaattinen analyysi. Kyseessä on aineistolähtöinen analyysi. Tämä metodi valittiin, koska tutkittavasta ilmiöstä eli joukkorahoituksesta on vasta rajoitetusti tutkimusta. Teoriaosuuden avulla pyritään jaottelemaan ilmiötä ja sen käsitteitä. Aineistoa analysoitaessa tarkastellaan tuloksia aineiston teemojen ja niiden yhteyksien avulla ja teoriaosuuteen peilaten. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 4.5 Sisällönanalyysi apuna systemaattisessa kirjallisuuskatsauksessa.)

Laadullinen tutkimus on luonteeltaan ihmisten ja organisaatioiden sosiaalisten ilmiöiden tutkimusta. Ihmisen toiminnan tutkiminen eroaa muiden ilmiöiden tutkimisesta siinä, että ihmisen toimilla on tarkoitus ja tavoite, jonka voimme ymmärtää. Olennaista on, että laadullisen tutkimuksen tavoitteena on lisätä ymmärrystä prosesseista ja sosiaalisista todellisuuksista. Laadullinen tutkimus voi tarkastella ilmiötä tarkemmin ja moniulotteisemmin kuin yleistämään pyrkivä kvantitatiivinen tutkimus. (Moll, Major & Hoque 2006, 376-377.) Tutkielman tavoitteena on siis ymmärtää ja kuvailla, millaisia

motiiveja ja syitä sijoittajilla on sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen osallistuessaan. Tutkimuksen tuloksia ei pyritä yleistämään. Haastatteluista pyritään saamaan tarkka kuva ilmiöstä. Tutkimuksessa ei aseteta hypoteeseja, eivätkä tutkimustulokset pyri selittämään, vaan kuvaamaan ja myös tulkitsemaan joukkorahoitusta ilmiönä.

Tutkimus rajataan käsittelemään sijoitusmuotoista joukkorahoitusta, joka voi kuitenkin sisältää myös muiden joukkorahoituksen muotojen piirteitä. Sijoitus- ja velkamuotoinen joukkorahoitus ovat tärkeimpiä joukkorahoituksen muotoja yritysrahoituksen kannalta (Suomen Pankki 2019). Tutkielmassa keskitytään tarkastelemaan yksityisten henkilöiden motiiveja tehdä oman pääoman ehtoisia sijoituksia listaamattomiin yrityksiin. Institutionaaliset sijoittajat, kuten riskipääomasijoittajat ja vakuutusyhtiöt, sekä pankit ja muut yritystoimijat rajataan tutkimuksen ulkopuolelle.

Tutkimuksen kulku on seuraavanlainen. Luvussa kaksi tarkastellaan joukkorahoitusta ilmiönä ja rahoitusvälineenä, sekä sijoittajien osallistumisen motiiveja. Luvussa kolme tarkastellaan motiiveja perinteisen rahoitusteorian näkökulmasta, sekä kuluttaja- ja lahjoitusteorian näkökulmasta. Luvussa neljä käsitellään empiirisen aineiston keruuta, analysointia ja tuloksia. Luvussa viisi esitetään johtopäätökset ja yhteenveto.

## **2 JOUKKORAHOITUS**

Tässä luvussa tarkastellaan joukkorahoitusta ilmiönä ja rahoitusvälineenä, sekä siihen liittyviä keskeisiä toimijoita ja käsitteitä. Lisäksi käydään läpi aiemmassa kirjallisuudessa käsiteltyjä motivaatiotekijöitä joukkorahoitukseen sijoittamiselle ja tekijöitä, jotka vaikuttavat sijoituskohteen valintaan.

### **2.1 Joukkorahoitus sijoitusvälineenä ja keskeiset käsitteet**

#### **2.1.1 Joukkorahoituksen tausta ja asema yritysrahoituksessa**

Joukkorahoitus juontaa juurensa joukkoistamiseen (eng. crowdsourcing), jossa suuri joukko ihmisiä pyrkii ratkaisemaan jonkin ongelman. Joukkorahoituksesta puhutaan, kun joukkoa käytetään rahoituksen keräämiseen. Yksi joukkorahoituksen kehityksen alkusysäys oli mikrolainojen yleistyminen kehittyvissä maissa. Sekä joukkoistaminen, että joukkorahoitus on liitetty vahvasti Internetin kehitykseen verkostomaisten yhteisöjen, suoran kommunikoinnin ja interaktiivisten palveluiden lisääntymisen kautta. Suurten joukkojen tavoittaminen on aiempaa helpompaa. (Ordanini ym. 2011, 445.) Joukkorahoitus on kuitenkin Internetiä vanhempi ilmiö. Esimerkiksi vuonna 1885, Joseph Pulitzer rahoitti Vapaudenpatsaan viimeistelyn vetoamalla lehtensä lukijoihin, että nämä lahjoittaisivat rahaa projektin loppuunsaattamiseen. (National Park Service 2015.)

Uutta verrattuna perinteisempiin rahoitusmuotoihin on se, että tätä kautta tavoitellaan yleensä nimenomaan joukkoa pieniä sijoittajia, jotka usein ovat samalla myös kuluttajia, jolloin viestintä eroaa esimerkiksi riskipääoman tavoittelusta (Ahlers ym. 2015, 955, 956; Mollick 2014, 2; Ordanini ym. 2011, 444). Joukkorahoitus yhdistetään usein myös markkinointiin. Sen avulla yritykset voivat markkinoida itseään ja tuotteitaan, tehdä markkinatutkimusta, luoda kysyntää ja tavoittaa loppuasiakkaita suoraan jo ennen tuotteen markkinoille tuloa.

Rahoitusmielessä joukkorahoitusta on käytetty demonstroimaan tuotteen kysyntää perinteisen rahoituksen hankkimiseksi. (Mollick 2014, 3.)

Uutta on myös joukkorahoituksen sosiaalinen ulottuvuus, johon rahoituksen hakijan puolesta liittyy vuorovaikutteinen kommunikointi potentiaalisten sijoittajien kanssa ja toisaalta sijoittajien näkökulmasta osallistuminen johonkin omien arvojen tai mielenkiinnon mukaiseen toimintaan. Joukkorahoitukseen osallistuneet henkilöt tyypillisesti kertovat osallistumisestaan sosiaalisen median kanavissa. Ainakin osallistujan online –identiteetti on näkyvillä kampanjasivulla, joillakin alustoilla myös sijoitettu määrä. (Bretschneider & Leimeister 2017, 249; Belleflamme, Lambert & Schwienbacher 2014, 589.)

Yritysten rahoitustarpeet muuttuvat niiden elinkaaren aikana ja etenkin kasvun myötä. Rahoitusta voidaan ajatella portaittaisena mallina, jossa ensimmäinen lähde ovat tyypillisesti omat varat, seuraava perheen ja ystävien sijoitukset, kolmas enkelit ja neljäs riskipääomasijoittajat sekä institutionaaliset sijoittajat. Joukkorahoitus sijoittuu tässä portaittaisessa rahoitusajattelussa perheen ja ystävien ja enkelisijoittajien väliin. (Lukkarinen, Teich, Wallenius & Wallenius 2016, 27; Estrin ym. 2018, 426; Nofsinger & Wang 2011.) Belleflamme ym. (2014, 601) perustelevat joukkorahoituksen olevan oma rahoitusmuotonsa, koska siihen ei lähtökohtaisesti liity riskipääoman ammattimainen sijoittaminen, mutta toisaalta ei myöskään perheen ja ystävien sijoitukset. Joukkorahoituksessa sijoittaja on heidän mukaansa joukko. Joukkorahoituksen on myös tutkittu tuovan mukaan rahoitusmarkkinoille uusia varoja, joita ei muuten olisi sijoitettu yrityksiin (Estrin ym. 2018), mikä myös puoltaa argumenttia joukkorahoituksesta itsenäisenä rahoitusvälineenä.

Vaikka yllä todettiin joukkorahoituksen sijoittuvan tiettyyn väliin, yritysrahoituksessa joukkorahoitus toimii usein vaihtoehtoisena ja täydentävänä rahoituskanavana (Estrin ym. 2018, 430). Aihe kytkeytyy etenkin uusien ja pienten yritysten rahoitukseen, sillä niiden on usein vaikea saada rahoitusta perinteisiltä toimijoilta, kuten pankeilta ja pääomasijoittajilta. Yrityksillä ei välttämättä ole vakuuksia lainoille, ja kevennetyt raportointivelvoitteet tai yrityksen uutuus luovat informaation epäsymmetriaa. Yritysten voi olla vaikea löytää sopivaa enkelisijoittajaa, jolloin joukkorahoitus voi toimia vaihtoehtoisena kasvurahoituksena. (Mason & Harrison 2002; Ahlers ym. 2015, 963; Estrin ym. 2018.)

Joukkorahoitus ei kuitenkaan rajoitu vain pieniin ja kasvaviin yrityksiin, vaan sitä ovat täydentävänä rahoitusvälineenä käyttäneet myös suuret yritykset. (Crowdfunding from an investor perspective 2015)

Rahoitusta hakevan yrityksen näkökulmasta joukkorahoituksella on useita etuja. Joukkorahoituslupien kautta voi tavoittaa suuren joukon sijoittajia sekä kerätä merkittävän määrän rahoitusta nopeasti. Joukkorahoituksen avulla yrittäjä voi löytää hyödyllisiä verkostoja ja sijoittajia, joilla on kokemusta ja osaamista yrityksen toimialasta ja tuotteista. Yritys pystyy hyödyntämään jo olemassa olevia asiakkaitaan rahoituksen keräämiseksi ja sitouttamaan heitä entistä paremmin. Rahoitus- ja asiakasnäkökulman lisäksi yritys voi testata tuotteidensa kiinnostavuutta, sekä saada arvokasta palautetta kuluttajilta. Tämän lisäksi yrityksen ja sen tuotteiden tunnettuus yleisesti voi lisääntyä, sillä onnistuneen kampanjan avulla voidaan luoda positiivista innostusta yrityksen ympärille ja saada mediahuomiota. (Estrin ym. 2018, 431; Mollick 2014, 3.)

### **2.1.2 Joukkorahoitusprosessi, toimijat, alustat ja kampanjat**

Mollick (2014, 2) määrittelee joukkorahoituksen seuraavasti: Joukkorahoitus viittaa yksilöiden ja ryhmien pyrkimykseen rahoittaa projekteja hakemalla suhteellisen pieniä määriä suhteellisen suurelta määrältä yksilöitä Internetin avulla, ilman virallisia rahoituksen välittäjiä. Joukkorahoituksessa on siis yleistä, että rahoitusta hakeva toimija on jokin muu kuin yritys. Määritelmässä mainitut projekteja rahoittavat yksilöt tai ryhmät voivat olla yksittäisiä henkilöitä tai ryhmiä, jotka toimivat joko yksityishenkilöinä tai organisaationa, esimerkiksi yrityksenä. (Mollick 2014.) Tässä tutkielmassa käytetään kaikista rahoitusta hakevista henkilöistä termiä yrittäjä.

Mollickin (2014, 4) mukaan kaikkia joukkorahoitukseen rahoitusta antavana osapuolena osallistuvia henkilöitä voi kutsua sijoittajiksi sillä perusteella, että he arvioivat projektien laatua ja mahdollista menestystä ja sen arvion varassa tekevät päätöksiä projektien tukemisesta. Sijoitettuaan varoja yritykseen on sijoittajan odotusarvona vähintään onnistunut projekti, oli se sitten hyväntekeväisyyttä, levyn nauhoitus tai uuden tuotteen julkaisu. (Mollick 2014, 4.)

Joukkorahoituskampanja on itse rahoituksen keräämisvaihe, jolle yleensä määritetään tavoitesumma ja kesto etukäteen. Etukäteen määritetään myös, mitä joukkorahoituksen muotoa käytetään, mikä vaikuttaa myös siihen, millä tavoin kampanjaa markkinoidaan. Kampanjasta käy siis ilmi, mitä osallistumisesta saa vastineeksi, milloin se alkaa ja loppuu ja paljonko rahoitusta tavoitellaan. Kampanjan tueksi laaditaan materiaaleja, jotka kertovat rahoituksen kohteesta, mahdollisista prototyypeistä ja toisaalta ennusteista ja suunnitelmista. Kampanjaan tyypillisesti liittyy se, että perustajat aktiivisesti kommunikoivat projektin ja kampanjan etenemisestä, ja myös alustan jäsenillä ja tukijoilla on mahdollisuus kommentoida projekteja. Informaation esitystavat ja kommunikointi voi sosiaalisen median tapaan olla hyvinkin epävirallista ja suoraa. (Mollick 2014; Estrin ym. 2018, 428, 434, 435.)

Kolmas toimija joukkorahoituksessa ovat alustat (eng. platforms). Alustat ovat markkinapaikkoja kampanjoille ja ne toimivat myös käyttöliittymänä sijoittajille. Alustat usein ohjaavat yrittäjiä etenemään tiettyjen askelmerkkien mukaan rahoituksen hakemisessa. Alusta mahdollistaa rahoituksen teknisen toteuttamisen. Sijoittajat ohjaavat varat alustalle, joka suorittaa ne yrittäjälle. Vastavuoroisesti alusta huolehtii, että rahoituksesta saatavat vastikkeet, esimerkiksi osakekirjat, toimitetaan sijoittajille asianmukaisesti. Osa alustoista myös valikoi projekteja. Vain ne projektit, jotka ylittävät tietyt laatuvaatimukset, hyväksytään mukaan. Alustojen taloudellisena toimintamallina on veloittaa tietty osuus kerätystä summasta. (Kallio & Vuola 2018, 73; Estrin ym. 2018, 428.)

On olemassa kaksi vallitsevaa mallia, miten alustat mahdollistavan rahoituksen keruun. Ensimmäisessä mallissa yrittäjien täytyy saavuttaa kampanjalle asetettu tavoite, tai rahoitus ei toteudu ollenkaan. Tarkoituksena on suojella osallistujia siltä, että projekti ei toteudukaan, koska tarvittavaa rahoitusta ei saatu kerättyä. Toisessa vaihtoehdossa rahoitus toteutuu joka tapauksessa, riippumatta siitä, päästäänkö asetettuun tavoitteeseen. Alustoilla on erilaisia lähestymistapoja myös saavutettuun tavoitesummaan. Joillakin alustoilla tavoitteen täytyttyä ei projektiin voi enää sijoittaa. Toimintamalli suojaa sijoittajia, koska yrittäjillä voi olla vaikeuksia skaalata projektiaan suuremmaksi, jos kerätty summa on huomattavasti tavoitetta suurempi. Toisilla alustoilla taas tavoite voi ylittyä, Yhdysvalloissa suosittu Kickstarter on esimerkki tällaisesta alustasta. Osa alustoista ohjaa rahoitusta yrittäjille portaittain, sitä mukaa kun projekti etenee. (Mollick 2014; Belleflamme ym. 2014.)

Alustoilla on yleensä standardimalli, jonka mukaan kampanjat esitetään. Yhtenäinen esitystapa helpottaa projektien vertailua. Yrittäjien kampanjasivulle laatima materiaali vastaa pitchiä, sijoittajille pidettävää esittelypuhetta yrityksestä. Pitchin tarkoituksena on vakuuttaa sijoittajat sen potentiaalista. Se yleensä sisältää taloudellisia tietoja sekä taustatietoja yrittäjistä ja liikeideasta. Joukkorahoituksen yhteydessä yrittäjät usein tekevät tarkoitusta varten videon. Esimerkiksi amerikkalainen Kickstarter rohkaisee kaikkia projektin luoja tekemään videon. Kampanjasivu ja kaikki sen materiaali on kaikkien kiinnostuneiden saatavilla, mikä vähentää tiedonhankinnan viemää aikaa ja kustannuksia. (Estrin ym. 2018, 428; Mollick 2014, 8; Agrawal ym. 2015, 255.)

Joukkorahoitus on kuitenkin mahdollista toteuttaa myös ilman alustaa. Joukkorahoituksen tutkimus on vahvasti keskittynyt alustoilla tapahtuvaan joukkorahoitukseen, mutta esimerkiksi Mollicikin (2014, 2) yleisesti siteeratussa määritelmässä alustoja ei mainita. Alustat muodostavat merkittävän sosiaalisen ja teknisen yhteisön, jolloin rahoituksen kerääminen ilman alustaa laajentaa joukkorahoituksen ulottuvuutta. Yrittäjän tai tiimin jo olemassa oleva sosiaalinen pääoma on edellytys kampanjan onnistumiselle. Luottamus tulevaisuuteen ja jatkuvuuteen projektin osalta ja sen kommunikointi sijoittajille, jotka potentiaalisesti haluavat olla osa projektia, on myös tärkeää, kun toimitaan ilman alustaa. Alustan puuttuminen edellyttää suurempaa luottamusta projektiin, ja kuluttajien täytyy luottaa siihen, että projekti jatkuu pitkällä tähtäimellä. Huomionarvoista on, että kun kampanjan ympärille syntyy joukko, kasvaa heterogeenisyys joukon mukana, jolloin sijoittajien toiveisiin on hankalampi vastata. (Gleasure & Morgan 2017.)

Keskeinen joukkorahoituksen piirre on se, että sijoittajat voivat kommentoida kampanjaa. Kommentit, kysymykset ja yrittäjien vastaukset ovat myös kaikille näkyviä. Kommentteja käytetään projektista keskusteluun, toivotuksiin, kysymyksiin ja kiitoksiin. (Bretschneider & Leimeister 2017, 249.) Joukkorahoituslustoilla olevaan joukkoon kuuluu niin kokeneita sijoittajia, markkinoinnin ammattilaisia, muita yrittäjiä ja kuluttajia, jotka kaikki voivat esittää kysymyksiä. Näin kokeneiden ja osaavien yksilöiden toiminta hyödyttää kaikkia. (Estrin ym. 2018, 435.) Alustoilla on myös näkyvissä se, kuka on jo sijoittanut tiettyyn projektiin, osassa myös summa ja sijoituksen aika. Näin muut sijoittajat näkevät, kuka on jo

lähtenyt mukaan. Näitä tietoja kokemattomat sijoittajat voivat käyttää projektin arviointiin sekä oppimiseen. (Estrin ym. 2018, 435.)

Kommentointiominaisuuden hyöty ei rajoitu vain sijoituspäätösten tekemiseen. Alkuvaiheen tukijat antavat ehdotuksia ja tukea, jonka avulla rahoituksen kerääjät voivat muokata ja kehittää projektia kampanjan aikana. Nämä ehdotukset auttavat ymmärtämään suuremman joukon haluja ja potentiaalisten asiakkaiden näkökulmia. Joukkorahoituskampanjan hyöty on yrittäjille usein enemmän kuin rahallinen summa, koska he saavat myös arvokasta palautetta projektistaan. (Short ym. 2017; Estrin ym. 2018.)

Vaikka Internet mahdollistaa kommunikoinnin yli valtionrajojen ja joukkorahoitus ilmiönä on maailmanlaajuinen, liittyy joukkorahoitukseen maakohtaisia rajoitteita ja maantieteellisiä eroja. Kunkin maan lainsäädäntö ja kulttuuri vaikuttavat joukkorahoituksen kehitykseen. Eri maiden välillä on eroja myös siinä, mitkä joukkorahoituksen muodot ovat yleisimpiä. Asukasluku ja sitä kautta markkinoiden koko, sekä yrittäjien määrä vaikuttavat positiivisesti joukkorahoitusalojen syntyyn. (Dushnitsky ym. 2016.) Myös joukkorahoituskampanjat jakaantuvat maantieteellisesti epätasaisesti. Ne keskittyvät väestökeskitymiin, ja niiden aiheeseen vaikuttaa paikallinen kulttuuri. Esimerkiksi San Franciscossa julkaistaan etenkin uuteen teknologiaan keskittyviä projekteja. (Mollick 2014, 9,10.)

Toinen maantieteellinen näkökulma, josta joukkorahoitusta on tutkittu, on yrittäjien ja sijoittajien etäisyys toisistaan. Vaikka Internetin avulla kuka tahansa, mistä päin tahansa voi tarkastella joukkorahoituskampanjaa, ovat ensimmäiset sijoittajat yleensä paikallisia suhteissa rahoituksen hakijaan. Kampanjan edetessä vinouma kuitenkin pienenee. On tutkittu, että ensimmäiset sijoitukset tulevat enimmäkseen perheeltä sekä ystäviltä, ja heidän lisäksi muilta paikallisilta, joilla on offline -pääsy yritykseen tai sen tuotteisiin. Joukkorahoitus ei siis pysty poistamaan kaikkia etäisyyden asettamia rajoitteita sijoitukselle. (Agrawal ym. 2015.)

Joukkorahoitus itsessään on ylätermi keskenään hyvinkin erilaisille tavoille kerätä rahoitusta eri tarkoituksiin. Joukkorahoitus voidaan jakaa neljään alaluokkaan sen mukaan, millaista vastinetta tukijalle rahallisesta panoksesta tarjotaan: lahjoitusmuotoinen, palkintomuotoinen, sijoitusmuotoinen ja lainamuotoinen. Alaluokat eivät välttämättä ole toisiaan poissulkevia, vaan eri muodot voivat esiintyä samanaikaisesti. Esimerkiksi sijoitusmuotoisissa



joukkorahoituksessa voidaan tarjota sijoittajille osakkeiden lisäksi etuja palkitsemismuotoisen joukkorahoituksen tyyliin. (Cholakova & Clarysse 2015.) Tästä syystä on hyvä hahmottaa koko ilmiö ja sen kaikki muodot, vaikka tässä tutkielmassa keskitytään etenkin sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. Seuraavaksi esitellään lyhyesti joukkorahoituksen eri muotojen tyypillisiä piirteitä. Tekstissä on hyödynnetty Kallion ja Vuolan (2018, 78) suomennoksia joukkorahoituksen eri muotojen termeiksi.

### **2.1.3 Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus**

Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus muistuttaa toimintaperiaatteeltaan hyväntekeväisyyttä. Osallistujat lahjoittavat rahaa projektille eivätkä odota mitään vastinetta sille, paitsi projektin onnistuneen loppuunsaattamisen. Etenkin taiteilijat, artistit ja hyväntekeväisyysprojektit ovat hyödyntäneet lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta. Esimerkkejä lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta toteuttavista alustoista ovat GoFundMe ja Patreon. Suomessa rahankeräyslaki rajoittaa lahjoitusmuotoisen joukkorahoituksen toteuttamista ilman rahankeräyslupaa. (Mollick 2014; Kallio & Vuola 2018, 80.)

### **2.1.4 Palkintomuotoinen joukkorahoitus**

Palkintomuotoinen joukkorahoitus (eng. rewards based crowdfunding) yhdistyy etenkin kuluttajatuotteisiin. Palkintomuotoinen joukkorahoitus voidaan jakaa vielä alaluokkiin sen mukaan, millaisen edun osallistuja saa. Ennakkotilausmallissa osallistuja saa joko itse tuotteen, saa tilata sen ennakkoon, saa sen ensimmäisten joukossa tai saa erityisversion tuotteesta. Ennakkotilauksiin perustuva malli on yleinen silloin, kun yrittäjän tarvitseman rahoituksen määrä on alhainen ja kun tuote on sellainen, että sille on laaja kuluttajakunta. Usein palkintoperusteinen malli rinnastetaan nimenomaan tuotteen ennakkotilaamiseen. Ennakkotilausmallia käyttävät etenkin yritykset. (Belleflamme ym. 2014, 586, 601.)

Toinen vaihtoehto on, että osallistuja saa jonkin muun tuotteen (esimerkiksi t-paidan), saa tunnustuksena nimensä näkyviin esimerkiksi Internet -sivulle tai pääsee tapaamaan

perustajia. Joskus tukijat saavat myös äänestää tuotteen toteutukseen liittyvistä yksityiskohdista. Tämän lisäksi on mahdollista, että tukijoille tarjotaan tapahtumia tai muita etuja. (Mollick 2014.)

Belleflammen ym. (2014, 586) mukaan joukkorahoitukseen osallistuvat sijoittajat ovat tyypillisesti halukkaita maksamaan tuotteesta enemmän kuin tavalliset kuluttajat tuotteen tultua markkinoille. Sijoittajat joutuvat yleensä odottamaan palkintoa, koska rahoituksen hakemisen jälkeen on perustajien toteutettava projekti. Suuri osa projekteista kuitenkin viivästyy alkuperäisestä aikataulusta (Mollick 2014, 12). Kun kyseessä on uusi idea tai tuote, on myös lopullinen laatu epävarmuustekijä. (Belleflamme ym. 2014, 586.)

### **2.1.5 Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus**

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on rahoitusmuoto, jossa sijoittajat ostavat yleensä listaamattoman, yksityisomistuksessa olevan yrityksen osakkeita joukkorahoitusalan kautta. Sijoitetut summat voivat vaihdella suuresti vain muutamista euroista kymmeniin tuhansiin. Maissa, joissa sääntely estää sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen, esiintyy myös tuottojen jakamiseen perustuvaa joukkorahoitusta. Tällöin osallistujat saavat osan projektin tuotoista sopimukseen perustuen. (Belleflamme ym. 2014, 587.)

Suomen lainsäädännön mukaan sijoitusmuotoinen joukkorahoitus vastaa listaamattoman yrityksen osakeantia, mutta Internet mahdollistaa rahoituksen hakijoiden ja pääoman kohtaamisen aikaisempaa tehokkaammalla tavalla (Kallio & Vuola 2018, 118, 119). Yhdysvalloissa tuli vuonna 2016 voimaan Jumpstart Our Businesses Act (lyhennetään JOBS Act), joka mahdollisti sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen tietyin ehdoin. Se muun muassa mahdollisti akkreditoimattomien sijoittajien oman pääoman ehtoiset sijoitukset ja pyrki purkamaan sääntelyä uusien ja pienten yritysten rahoituksen ympäriltä tiettyihin summiin asti. (Agrawal ym. 2015, 254.)

Belleflammen ym. (2014, 601) mukaan sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on tyypillinen etenkin silloin, kun tuote on suunnattu erittäin kapealle markkinalle tai rahoituksen tarve on suuri. Tällöin tavoitellaan suurempaa joukkoa osallistujia ja joukon heterogeenisyys kasvaa.

Kaikki osallistujat eivät välttämättä osta tuotetta, toisin kuin esimerkiksi ennakkotilausmallissa. Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on tehokkaampi valinta myös silloin, kun yritys on aivan alkuvaiheessa. Tällöin informaation epäsymmetria on suurimmillaan. Yrityksellä ei välttämättä myöskään ole vielä prototyyppiä tuotteesta, mikä tyypillisesti olisi edellytys palkintomuotoisessa joukkorahoituksessa. (Belleflamme ym. 2014, 601.)

### **2.1.6 Lainamuotoinen joukkorahoitus**

Lainamuotoinen joukkorahoitus viittaa rahan lainaamiseen, josta lainan saaja maksaa korkoa ja lopulta maksaa lainan takaisin. Lainaminen voi tapahtua joko yksilöltä yksilölle (peer-to-peer) tai yksilöltä yritykselle. Lainamuotoisen joukkorahoituksen alle lukeutuvat myös mikrolainat, joissa lainataan pieniä summia henkilöille tai projekteille tiettyä tarkoitusta varten. Rahaa lainaava sijoittaja tavoittelee ennemmin yleistä hyvää kuin tuottoa lainastaan. (Suomen Pankki 2019; Mollick 2014.)

### **2.1.7 Joukkorahoituksen ongelmakohtia**

Joukkorahoituksessa ovat läsnä samat ongelmat kuin muissakin rahoitusmuodoissa. Tiedon epäsymmetria on ongelma, kun rahoitusta hakevat uudet yritykset. Moraalikatoa voi tapahtua, kun kokemattomat yrittäjät voivat saada suuriakin summia rahoitusta. Tuottojen vastapainona on riski, joka liittyy niin projektin toteutumiseen, viivästymiseen kuin varsinaisten tuottojen syntymiseenkin. Jälkimarkkinoiden puute on ongelma sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa. (Ahlers ym. 2015; Estrin ym. 2018.)

Joukkorahoituksen on tutkittu olevan nokkimisteorian mukaan yrityksille viimeinen keino hakea rahoitusta. Teorian mukaan joukkorahoitusta hakevilla yrityksillä ei siis ole enää sisäisiä varoja, eikä mahdollisuuksia hakea lainaa. Tällaiset yritykset ovat siis erittäin korkeariskisiä, ja niiden tulevaisuuden mahdollisuuksia on vaikea arvioida. (Walthoff-Borma, Schwienbacher & Vanacker 2018.) Joukkorahoituksessa tiedon epäsymmetrian on

katsottu olevan erityisen merkittävä ongelma siksi, että piensijoittajilla on todennäköisesti vähemmän osaamista arvioida sijoitusta (Ahlers ym. 2015, 959; Estrin ym. 2018, 426).

Yrityksen näkökulmasta katsottuna epäonnistunut osakeanti on maineriski, joka erittäin todennäköisesti haittaa muun rahoituksen saamista, mikä pätee myös joukkorahoitukseen. Epäonnistunut joukkorahoituskierrös voi jopa uhata yrityksen olemassaoloa. (Walthoff-Borma ym. 2018.) Joukkorahoitusprosessin julkisuus tekee myös epäonnistumisista julkisia, ei pelkästään muiden rahoittajien, mutta myös perheen ja ystävien edessä. Toinen yleinen prosessin julkisuuteen liittyvä huolenaihe on, että yrittäjän idea varastetaan. (Estrin ym. 2018, 432; Gerber & Hui 2013, 19.)

Yrittäjä saattaa myös kokea, että tuote tai palvelu on liian marginaalinen, että se kiinnostaisi tarvittavaa joukkoa sijoittajia. Usein kuluttajatuotteet menestyvät paremmin kuin muille yrityksille suunnatut tuotteet. Jos yritys kokee, että sillä ei ole sopivia palkintoja kuluttajille, se saattaa valita enkelisijoittajan, joka ymmärtää paremmin tuotteen kehitysprosessin monivaiheisuuden. Palkintojen tuottaminen ja jakelu saattaa myös aiheuttaa merkittäviä kustannuksia, jotka ovat pois varsinaisesta toiminnasta. (Estrin ym. 2018; Gerber & Hui 2013, 20; Lukkarinen ym. 2016.)

Suurin riski on projektin epäonnistuminen tai myöhästyminen. Osa projekteista ei koskaan saavuta tavoitettaan. Mollick (2014, 13) analysoi ilman rahoitusta jääneitä Kickstarter -projekteja ja totesi, että suurin osa ei päässyt lähellekään tavoitettaan. Estrin ym. (2018, 428) havaitsivat, että epäonnistuneiden yritysten osuus oli 30% viiden vuoden sisällä rahoituksen keräämisestä. Joukkorahoituksen yhteydessä on nähty vasta vähän menestyksekkäitä myyntitilanteita, joissa yritys tai osakkeet olisi myyty eteenpäin voitolla. (Estrin ym. 2018, 428.)

Toisaalta tutkimuksissa on todettu monilla sijoittajilla olevan kokemusta sijoittamisesta, ja keskimääräistä korkeammat tulot (Crowdfunding from an investor perspective 2015). Joukkorahoituslupaukset valikoivat ja valvovat kampanjoita, ja kampanjat, jotka eivät täytä laatukriteerejä, poistetaan. Alustoilla on myös keinoja ja resursseja haravoida potentiaaliset petokset kampanjoiden joukosta. (Estrin ym. 2018.) Joukkorahoituksen kasvu ja ongelmien tunnistaminen on edesauttanut sääntelyn syntymistä. Sääntelyn tavoitteena on yleisesti ollut

huolehtia sijoittajansuojasta. Sääntelyä on syntynyt etenkin sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen ympärille. (Estrin ym. 2018, 427)

## **2.2 Joukkorahoitukseen osallistuminen**

### **2.2.1 Miksi sijoittajat osallistuvat joukkorahoitukseen**

Joukkorahoitus rahoitusvälineenä mahdollistaa rahoituksen keräämisen suurelta joukolta ihmisiä. Joukon kasvaessa myös sen heterogeenisyys kasvaa, ja joukon sisällä osallistujilla on monia eri syitä lähteä sijoittajaksi ja toisaalta tukea tiettyä projektia. Syitä voivat olla esimerkiksi halu tukea jotakin aatetta, halu saada jokin palkinto tai huvin vuoksi. (Belleflamme ym. 2014, 589; Mollick 2014.) Seuraavassa tarkastellaan kirjallisuudessa aiemmin löydettyjä motiiveja.

Cholakova ja Clarysse (2015) tutkivat osallistumisen motiiveja silloin, kun mahdollisuus oli saman projektin puitteissa sijoittaa sekä palkinto- että sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. Heidän tulostensa mukaan mahdollisuus oman pääoman ehtoiseen sijoitukseen ei vähentänyt halua palkintomuotoiseen, vaan lisäsi todennäköisyyttä osallistua. Heidän tutkimuksessaan vaihtoehdot olivat siis erillisiä. Heidän tulostensa perusteella motiivit osallistumiselle olivat taloudellisia tai hyötyyn perustuvia, eikä ei-taloudellisilla ollut merkittävää roolia. (Cholakova & Clarysse 2015, 159.)

Estrin ym. (2018) tutkivat sijoitusmuotoista joukkorahoitusta Iso-Britanniassa kolmen vuoden ajan ja tekivät 44 sijoittajahaastattelua. Heidän tulostensa mukaan taloudelliset syyt olivat merkittävin motivaatio sijoittamiselle. Monet sijoittajat näkivät sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen hyvänä keinona hajauttaa omaa portfolioa. Monet myös odottivat korkeaa tuottoa vastapainoksi korkeaksi koetulle riskille. Monet sijoittajat myös pitivät hyvänä, että joukkorahoituksen kautta voi sijoittaa pieniä summia korkean riskin projekteihin, mikä ei tavallisesti ole mahdollista. Joukkorahoituksessa transaktiokustannukset alhaiset, mikä houkuttaa sijoittajia. Lisäksi veroedut houkuttelivat sijoittajamaan joukkorahoitukseen. (Estrin ym. 2018, 433.)

Taloudellisten syiden lisäksi haastateltavat nimesivät joukon muita syitä osallistua joukkorahoitukseen. Monet halusivat auttaa nuoria yrittäjiä tai nauttivat saadessaan olla osa projektia. Sijoittajan henkilökohtainen kiinnostus tiettyyn tuotteeseen tai toimialaan toimi osalla motiivina sijoittaa kyseisen alan projektiin. Jotkut myös näkivät sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen matalan kynnyksen tapana tutustua sijoittamiseen ja kasvattaa omia verkostoja. Lisäksi ne sijoittajat, jotka aluksi olivat kiinnostuneita joukkorahoituksesta esimerkiksi tietyn tuotteen kautta, samalla kiinnostuivat prosessista ja sijoittivat myös muihin projekteihin. (Estrin ym. 2018, 434.)

Myös Gerber ja Hui (2013) kartoittivat haastatteluin sijoittajien syitä osallistua joukkorahoitukseen. He tunnistivat haastatteluiden perusteella neljä syytä osallistua. Ensimmäinen ja merkittävin on palkintojen kerääminen. Gerber ja Hui määrittelivät palkinnon laajasti joko tunnustukseksi, kokemukseksi tai aineelliseksi esineeksi. Tällöin rahoituksen hakijan on tarjottava palkintoja, joita sijoittajat haluavat kerätä. Toiseksi yleisin syy osallistua oli toisten auttaminen ja tukeminen. Tällöin sijoittajat haluavat itse antaa jotakin, samaan tapaan kuin osallistuttaessa hyväntekeväisyyteen. Halu auttaa oli erityisen voimakas, kun tukijalla oli henkilökohtainen yhteys projektiin, mutta ei kuitenkaan rajoittunut siihen, vaan saattoi ilmetä myös esimerkiksi varojen keräämisenä suosikkibändin kiertueen mahdollistamiseksi. Kolmas syy oli osaksi yhteisöä kuuluminen. Osallistumalla joukkorahoitukseen voi sijoittaja kokea kuuluvansa tiettyyn ryhmään. Neljäntenä syynä oli jonkin aatteen tukeminen, joka oli lähellä sijoittajan omia arvoja tai jonka kautta tukija vahvisti omaa identiteettiään. (Gerber & Hui, 2013, 23,24.)

Ordanini ym. (2011) tutkivat motiiveja eri alustoilla. Heidän mukaansa patronage, eli suomeksi tuki tai kannattaminen, toisen henkilön rohkaiseminen ja taloudellinen auttaminen, oli tärkeä osallistumisen motiivi. Sijoittajat motivoituivat ajatuksesta, että he voivat oman kontribuutionsa kautta mahdollistaa toisille esimerkiksi musiikin levyttämisen. Toisella alustalla, missä projektit olivat enimmäkseen hyväntekeväisyyttä, sosiaaliset syyt, nousivat tärkeiksi. Vahva yhteenkuuluvuuden tunne projektia kohtaan ja auttaminen motivoivat osallistumaan. Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen alustalla sijoittajien päämotiivi oli taloudellinen. Myös kiinnostus joukkorahoitusta kohtaan ilmiönä ja kokeilunhalu saivat sijoittajia mukaan. (Ordanini ym. 2011, 455.)

Bretschneider ja Leimeister (2017, 256) toteavat, että altruistiset ja itsekeskeiset motiivit voivat esiintyä samaan aikaan. Heidän mukaansa kannustimiin perustuvissa joukkorahoituksen muodoissa sijoittajilla on itsekeskeisiä motiiveja, jotka liittyvät taloudelliseen tuottoon tai palkintoon, tunnustukseen saamiseen, haluun, että jokin projekti toteutuu, tai haluun olla pidetty tai arvostettu. Näiden lisäksi sijoituksen motiivi voi olla prososiaalinen eli yleiseen hyvään tähtäävä. Yrityksestä tykkääminen voidaan laskea sellaiseksi. Heidän mukaansa sijoittajat arvioivat molemman tyyppisiä motiiveja sijoittaessaan. (Bretschneider & Leimeister 2017, 256.)

### **2.2.2 Miksi sijoittajat valitsevat tietyn projektin**

Tutkielman tavoitteena on selvittää, miksi sijoittajat osallistuvat joukkorahoitukseen, ja toisaalta, miksi he valitsevat tietyn projektin. Joukkorahoitusta on tutkittu paljon siitä näkökulmasta, miksi jotkut projektit saavat rahoitusta, ja toiset eivät. Keskeinen lähestymistapa on ollut tarkastella tekijöitä, jotka ovat yhteisiä rahoitusta saaneille projekteille ja tästä päätellä, mitkä ovat onnistuneen joukkorahoituskampanjan menestystekijöitä. Menestystekijöitä on käytetty viitteenä siitä, miten sijoittajat tekevät päätöksiä joukkorahoituksessa. (Hoegen ym. 2018; Short ym. 2017.) Seuraavassa on jaoteltu sijoittajien päätöksentekoon vaikuttavia tekijöitä. Jaottelun luokkien pohjalla on hyödynnetty Hoegen ym. (2018) muodostamaa viitekehystä sijoittajien päätöksenteosta joukkorahoituksessa. Viitekehukseen on lisäksi otettu mukaan tekijät, jotka estävät tai vähentävät halua sijoittaa (Estrin ym. 2018; Gerber & Hui 2013, 18-20).

#### *Tuotto ja laatu*

Tuotto käsittää tässä kaiken, mitä sijoittajalle luvataan osallistumisesta, eli se voi olla esimerkiksi hyväntekeväisyysprojektin onnistuminen, palkinto tai tuote, pääoman arvon kasvu tai korko pääomalle. Laatu käsittää sekä projektin tai yrityksen koetun laadun, että joukkorahoituskampanjan laadun. (Hoegen ym. 2018, 346.)

Projektin laadulla on sijoittajille merkitystä, vaikka odotukset eivät olisikaan taloudellisia (Belleflamme ym. 2014). Kokemattomat sijoittajat keskittyvät tuotteen laatuun arvioidessaan sijoitusta (Estrin ym. 2018, 434). Yksi selitys projektien eroille rahoituksen keräämisen

onnistumisessa on se, että joukkorahoitukseen osallistuvat sijoittajat reagoivat signaaleihin laadusta ja erottavat laadukkaat projektit huonoista, vaikka eivät olisikaan ammattilaisia (Mollick 2014, 9).

Uusilla yrityksillä ei usein ole näyttöjä menestyksestä, jolloin rahoituksen antajat joutuvat muutoin arvioimaan niiden potentiaalia. Yksi tapa on arvioida rahoituksen hakijoiden valmistelutyön laatua. Jo materiaalien tuottaminen voi olla viesti laadusta. Esimerkiksi Kickstarter -alusta suosittelee kaikkia yrittäjiä tekemään videon, mutta kaikki eivät sitä silti tee. Videon sisältävät kampanjat saavat todennäköisemmin rahoitusta. Yksinkertaiset, vältettävissä olevat virheet, kuten kirjoitusvirheet, vaikuttavat negatiivisesti kampanjan menestykseen. Huolellisesti tehdyt materiaalit, ovat siis itsessään jo yksi viesti laadusta. (Mollick 2014, 8.)

#### *Taloudellinen riski ja kampanjan tiedot*

Taloudellinen riski muodostuu, kun sijoittajalla ei ole varmuutta, saako hän sijoitetun pääoman takaisin tai paljonko hän saa tuottoa. Myös palkintomuotoisessa joukkorahoituksessa sijoittajat kantavat riskiä, jos projekti ei toteudukaan eivätkä he esimerkiksi saa luvattua tuotetta tai etua. (Ordanini ym. 2011, 444; Hoegen ym. 2018, 349.) Kampanjan luvut ja vaihe käsittävät alkuvaiheessa määritellyn tavoitteen ja keston, sekä sen etenemisen aikana muuttuvat tiedot, kuten sijoittajien määrän ja kerätyn summan. Näillä kaikilla on tutkittu oleva vaikutusta sijoittajien päätöksentekoon. (Block ym. 2018; Mollick 2014.)

Yrittäjät liittävät yleensä taloustietoja joukkorahoituskampanjan materiaaleihin. Sijoittajat arvioivat kampanjan riskiä taloustietojen perusteella. Annetut taloustiedot ovat yleensä varmistamattomia, tai niiden oikeellisuutta ei pysty tarkistamaan. Jos taloustietoja ei ole tai ne ovat riittämättömiä, joutuvat sijoittajat käyttämään kampanjan ja yrittäjien ominaisuuksia taloudellisen riskin arviointiin. (Hoegen ym. 2018, 357.) Ahlers ym. (2015) tutkivat sijoittajien motivaatiota osallistua sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. He kartoittivat, mitkä yrityksen viestit vaikuttavat sijoittajiin eniten ja saivat selville, että epävarmuuden aste, tarjotun pääoman määrä sekä saatavilla olevat taloustiedot sekä budjettilaskelmat ovat sijoittajille merkityksellisiä. Tutkijoiden mukaan oman pääoman säilyttäminen ja riskeistä



viestiminen olivat tehokkaita, sijoittajiin vetoavia signaaleja, kun taas sosiaalinen ja älyllinen pääoma eivät olleet. (Ahlers ym. 2015, 974, 975.)

Joukkorahoituksen suosion kasvaessa on esitetty huolia muun muassa viranomaisten toimesta, että osallistujat eivät ymmärrä riskiä, joka siihen liittyy. Estrin ym. (2018, 425) kuitenkin toteavat, että sijoittajat vaikuttavat ymmärtävän ottamansa riskit. Yksi joukkorahoituksen perusominaisuuksia on mahdollisuus tehdä pieniä sijoituksia. Pienempi sijoitus on alhaisempi riski sijoittajalle. Se on kuitenkin laiha lohtu, jos sijoituksen kohteena ollut yritys ei selviä. Myös alustan luotettavuus ja toiminnan jatkuvuus voi olla riski niin sijoittajan kuin yrityksen näkökulmasta. (Estrin ym. 2018, 433; Walthoff-Borma ym. 2018.)

Kampanjan kesto ja tavoitesumma ovat jo itsessään viestejä kampanjan tavoitteista. Mollickin (2014) mukaan kampanjan pitkä suunniteltu kesto vähensi onnistumisen todennäköisyyttä, koska se viestii epävarmuudesta. Ahlers ym. (2015, 961) mukaan joukkorahoituksen onnistuminen ei käsitäkään pelkästään tavoitteen saavuttamista, kerättyä kokonaismäärää ja osallistujien lukumäärää, vaan merkitystä on myös sillä, kuinka nopeasti tavoitteeseen päästiin. Jos kampanjan keräystavoite on asetettu liian korkeaksi, se voi karkottaa sijoittajia ja herättää epäluottamusta, etenkin palkintomuotoisessa joukkorahoituksessa. Sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen korkea tavoite sopii paremmin, mutta liian korkea valuaatio on silloinkin este sijoitukselle. (Belleflamme ym. 2014, 601; Estrin ym. 2018, 435.)

### *Näkemys yrittäjistä*

Sijoittajien näkemys yrittäjästä käsittää kaiken tämän havaittavissa olevista piirteistä ja asenteista sekä kokemuksesta. Yrittäjien koulutus, kokemus, demografiset tekijät ja kommunikointi ovat signaaleja, joita sijoittajat tulkitsevat. Myös yrittäjien aiemmat projektit sekä kommunikointi sijoittajien kanssa lukeutuvat tähän luokkaan. (Hoegen ym. 2018, 350; Ahlers ym. 2015; Estrin ym. 2018, 435.)

Yrittäjien havaittavissa olevat piirteet vaikuttavat rahoituksen saamiseen. Luotettavuus on tärkeä päätöksentekokriteeri sijoittajalle. Sijoittajat tarkastelevat ja tulkitsevat yrittäjien ja tiimin osaamista, kokemusta ja koulutusta suhteessa projektiin ja sen tavoitteisiin. Samoin yrittäjien kommunikointi kampanjasta ja sen aikana on tärkeä signaali. Sijoittajat tekevät

johtopäätöksiä myös muiden esittämien kysymysten ja yrittäjien vastausten perusteella. Yrittäjien aktiivinen ja sitoutunut kommunikointi lisää luottamusta. (Estrin ym. 2018, 435.)

Yrittäjien tekemät päivitykset kampanjan aikana voivat edesauttaa rahoituksen keräämisessä. Päivitykset, jotka liittyvät kampanjan etenemiseen, uusiin rahoitusmahdollisuuksiin, liiketoimintamahdollisuuksiin tai yhteistyömahdollisuuksiin vaikuttavat positiivisesti sijoitusten määrään. Päivityksillä, jotka liittyvät jo kampanjan alussa annettuihin tietoihin, kuten tiimiin tai tuotteisiin, ei ole vaikutusta. Päivittäminen liian useasti voi kuitenkin vaikuttaa negatiivisesti. Sijoittajat siis arvostavat etenkin päivityksiä, jotka koskevat kampanjan edetessä muuttuvia tietoja, mutta eivät niitä, jotka koskevat kampanjan perustietoja. (Block, Hornuf & Moritz 2018.)

Sijainti on myös yrittäjiin liittyvä tekijä. Joukkorahoituksessa sijoittajaksi voi teoriassa ryhtyä kuka vain, valtionrajoista ja maantieteellisistä etäisyyksistä huolimatta. Agrawal ym. (2015) mukaan joukkorahoitus poistaa joitakin perinteisiä sijaintiin liittyviä rajoitteita sijoittamiselle, mutta ei kaikkia. Joukkorahoitusalojen ominaisuudet, kuten avoimuus kaikille ja standardisoitu esitysmuoto, auttavat projektin arvioinnissa etenkin kampanjan edetessä. Alkuvaiheen sijoitukset tulevat korostuneesti kampanjaan nähden paikallisilta sijoittajilta, joilla on Internetin ulkopuolella parempi mahdollisuus havainnoida projektia. Mahdollisuus tavata yrittäjät tai kokeilla tuotetta luo henkilökohtaisen yhteyden kampanjaan, joka lisää sijoituksen todennäköisyyttä. (Guenther, Johan & Schweizer 2018; Agrawal ym. 2015.)

### *Sosiaaliset tekijät*

Sosiaaliset tekijät käsittävät yrittäjien sosiaalisen pääoman eli verkostot, sekä muiden ihmisten vaikutuksen projektiin, kuten laumakäyttäytymisen ja kolmansien osapuolten suositukset. Joukkorahoituksessa mahdollisimman laaja sosiaalinen verkosto on hyödyksi yrittäjälle. Alkuvaiheen sijoitukset verkostosta antavat kampanjalle potkua, ja näiden ensimmäisten sijoittajien jakaessa kampanjan omissa verkostoissaan, tavoittaa se laajemman joukon ihmisiä. Etenkin kampanjan alussa merkittävä osa kerätyistä varoista tulee yrittäjän omista verkostoista. (Agrawal ym. 2015, 269.) Yrittäjien omien, henkilökohtaisten verkostojen lisäksi myös liiketoimintaverkostoilla on merkitystä (Mollick 2014).

Sen lisäksi, että voivat kommunikoida yrittäjien kanssa, monet sijoittajat ovat kiinnostuneita kommunikoimaan muiden sijoittajien kanssa. He näkevät joukkorahoitukseen sijoittamisen oppimisprosessina, ja seuraavat, mitä muut sijoittajat tekevät. Sijoittajat voivat myös olla yhteydessä toisiinsa sijoituksen tekemisen jälkeen, verkostoituakseen ja vaihtaakseen kokemuksia. (Estrin ym. 2018, 435.) Myös sijoittajan omien ystävien toiminta voi vaikuttaa sijoituspäätökseen. Samoin kolmansien osapuolten suositukset ja arviot, kuten medianäkyvyys joukkorahoitusalueen ulkopuolella, voivat vaikuttaa sijoittajaan. (Hoegen ym. 2018.)

Joukkorahoituskampanjan kehityksellä sekä kerätyn summan että ajan kulumisen suhteen on suuri merkitys rahoituksen keräämisessä. Projektin alkuvaiheessa on kriittistä saavuttaa riittävä määrä rahoitusta. Alkuvaiheessa kerätyt sijoitukset antavat vihjeen projektin laadusta. (Agrawal ym. 2015, 255.) Internet on tehnyt mahdolliseksi myös tuntemattomien kuluttajien toiminnan tarkastelun. Joukko tukijoita ja sijoituksia jo alkuvaiheessa viittaa siihen, että muut ovat jo tarkastelleet projektia ja kokeneet sen luotettavaksi. Vahva signaali laadusta on myös se, jos mukana on jo suuria, tuhansien eurojen yksittäisiä sijoituksia. Suurempia sijoituksia tekevät kokeneemmat sijoittajat, jotka todennäköisesti ovat kyvykkäämpiä tekemään perusteellisen due diligence -arvion. Kokemattomat sijoittajat usein seuraavat kokenempien jäljillä. (Hornuf & Schwienbacher 2018, 572; Estrin ym. 2018, 435.)

Koska osallistuminen edellyttää aikaa ja rahaa, on todennäköisesti onnistuvaan projektiin sijoittaminen houkuttelevampaa kuin sellaiseen, joka vaikuttaa todennäköisemmin epäonnistuvan. Alkuvaiheen tukijat keskustelevat aiheesta ystävien ja tuttujen kanssa ja luovat näin ”puskaradiota” tietyn kampanjan ympärille. Internetin sosiaalisen median palvelut vahvistavat tätä vaikutusta. (Ordanini ym. 2011, 457.)

Joskin Hornuf ja Schwienbacher (2018, 572) huomauttavat, että vilkkaan alun jälkeen huomio vähentyy merkittävästi jo muutamassa päivässä, koska Internetissä on niin paljon huomiota jakavia tapahtumia. Jos projekti jää jumiin alun jälkeen eikä sijoituksia kerry, aiheuttaa se noidankehän, koska sijoittajat välttelevät projekteja, joissa ei ole tapahtumia hetkeen, koska ne vaikuttavat korkeariskisemmiltä. (Ordanini ym. 2011, 458.)

”Kickstarter -efekti” on tunnistettu ilmiö, jossa kampanjat joko saavuttavat tavoitteensa niukalti, tai jäävät kauas siitä. Ilmiötä on pyritty selittämään laumakäyttäytymisen ja päämäärägradientin avulla. (Mollick 2014; Kuppuswamy & Bayus 2016.) Laumakäyttäytyminen vaikuttaa sijoituspäätöksiin. Tästä syystä projektit, jotka epäonnistuvat rahoituksen keräämisessä, eivät pääse lähellekään tavoitetta. Samoin projektit, jotka ylittävät tavoitteensa, ylittävät sen niukasti. (Mollick 2014, 13) Projektit, jotka ovat lähellä tavoitettaan kampanjan lopun lähestyessä, yleensä saavat paljon sijoituksia. Laumakäyttäytyminen vaikuttaa myös siten, että sijoittajat paremman tiedon puutteessa luottavat toisten tekemiin päätöksiin, jolloin rahoitusta jo keränneet projektit yleensä saavat lisää rahoitusta. (Bretschneider & Leimeister 2017, 256.)

Toinen tekijä mikä vaikuttaa projektien saamaan rahoitukseen, on päämäärägradientti (eng. goal gradient). Päämäärägradienttiteorian mukaan motivaatio toimia kasvaa, kun maali lähestyy. Kuppuswamy ja Bayus (2016) tutkivat Kickstarter -kampanjoiden keräämää rahoitusta päämäärägradientin näkökulmasta. Heidän mukaansa ihmiset sijoittavat kampanjaan silloin, kun he uskovat tuellaan olevan merkitystä lopputuloksen kannalta. Sijoitukset kampanjaan lisääntyvät, kun se lähenee tavoitettaan, ja vastaavasti vähentyvät, kun tavoite on saavutettu. Lisäksi tutkijat huomasivat päämäärägradientin vaikutuksen olevan voimakkain silloin, kun sijoituksen merkitys on suurin, eli kun projektin kesto lähtee loppua, sen tavoite on pieni tai se on alkuvaiheessa saanut vain vähäistä tukea. Projektin lähestyessä loppuaan tai tavoitettaan nopeuttavat sijoittajat päätöksentekoaan, koska heidän on toimittava nopeasti, jos haluavat päästä mukaan. Joillakin alustoilla tavoitteen täytyessä sijoittaminen ei sen jälkeen ole enää mahdollista. Pelko ulkopuolelle jäämisestä saattaa motivoida sijoittamaan. (Kuppuswamy & Bayus 2016, 83, 84; Ordanini ym. 2011, 458.)

#### *Sijoittajakohtaiset tekijät ja konteksti*

Hoegen ym. (2018, 351) mukaan sijoittajakohtaiset tekijät eivät suoraan vaikuta sijoituspäätökseen, vaan siihen, miten tärkeitä muut tekijät ovat. Sijoittajan henkilökohtaiset kokemukset, halut ja asenteet heijastuvat siihen, miten muut tekijät vaikuttavat sijoituspäätökseen. Sijoituspäätökseen voivat vaikuttaa myös tekijät, jotka eivät suoraan liity itse projektiin. Joukkorahoituslupien ominaisuudet ja helppokäyttöisyys ovat tällaisia tekijöitä. Samoin sijoittajan sen hetkinen tilanne ja ympäristö. (Hoegen ym. 2018, 351.)

Kuten yllä luvussa 2.21 todettiin, sijoittajan motiivit vaikuttavat sijoituspäätöksiin. Myös sijoittajan piirteet vaikuttavat. Vahva identifioituminen projektiin ja usko johonkin aatteeseen ja sen tukemiseen vaikuttaa positiivisesti todennäköisyyteen sijoittaa. Toisessa ääripäässä ovat sijoittajat, jotka sijoittavat taloudellisista syistä. He odottivat korkeaa tuottoa, mutta eivät kokeneet erityistä mielenkiintoa tai yhteyttä projektia kohtaan. Sijoittajien aktiivisuus vaihtelee. Jotkut osallistuvat tuotteen tai projektin arviointiin sekä kehitykseen kommentoimalla ja markkinoivat kampanjaa ystävilleen. Toiset sijoittavat projektiin, mutta eivät rahallisen panoksen lisäksi osallistu muuten. (Ordanini ym. 2011, 456.)

Sijoittajat saattavat myös sijoittaa, koska ovat jo yrityksen asiakkaita ja heillä on kokemusta tuotteista. Tällöin tuttu tuotemerkki ja omakohtainen kokemus tuotteesta voivat johtaa sijoituspäätökseen. Yksinkertaisesti tuotteesta tai yrityksestä pitäminen voi myös olla sijoitusperuste. (Estrin ym. 2018, 434; Bretschneider & Leimeister 2017, 256.)

#### *Estävät tekijät*

Kirjallisuudessa on myös käsitelty syitä olla osallistumatta joukkorahoitukseen. Sijoittajat, jotka ovat jättäneet sijoittamatta, ovat huomanneet suuren osan projekteista epäonnistuvan tai viivästyvän, tai pitävät kohteita liian korkeariskisinä. Projektin toteutumiseen ja tuottojen syntymiseen kuluvaa aikaa pidetään liian pitkänä. Kokemattomat yrittäjät eivät välttämättä osaa arvioida tarvittavaa aikaa ja muita resursseja luotettavasti, jolloin projekti viivästyy. Yrittäjiin liittyen sijoittajat pitivät kommunikoinnin laatua ja määrää riittämättömänä. Epäluottamus alustaa ja sen toimintaa kohtaan vaikutti myös sijoituksen tekemättä jättämiseen. (Estrin ym. 2018, 435; Gerber & Hui 2013; 22.)

## **2.3 Yhteenveto joukkorahoituksesta**

Joukkorahoitus on monimuotoinen ilmiö, jonka keskeisiä toimijoita ovat joukkorahoituskampanjoita luovat yrittäjät ja niihin sijoittavat henkilöt. Kolmas toimija ovat alustat, jotka mahdollistavat teknisen toteutuksen, mutta myös vaikuttavat valikoimalla projekteja ja ohjaamalla yrittäjiä esimerkiksi suosittelemalla videon tekemistä. Alustat myös helpottavat kampanjoiden vertailua, koska kampanjat julkaistaan saman muotin mukaan.

Alustoilla kampanjaa voi vapaasti kommentoida kuka tahansa, mihin tahansa kampanjan osa-alueeseen liittyen, kuten sijoittamiseen, tuotteeseen tai aikatauluun. Joukkorahoitus jakautuu neljään eri muotoon sen mukaan, mitä sijoittaja saa: lahjoitus-, palkinto-, sijoitus- ja lainamuotoinen joukkorahoitus. Eri muodot voivat kuitenkin myös esiintyä yhtä aikaa. (Cholakova & Clarysse 2015; Bretschneider & Leimeister 2017, 249; Mollick 2014.)

Sijoittajat ovat heterogeeninen joukko, jolla on erilaisia motiiveja. Taloudelliset motiivit ovat pääosassa sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa. Sijoittajien tavoitteena on löytää menestyviä yrityksiä, ja saada tuottoa pääomalle. Palkinnot, kuten tuote, tunnustus tai kokemus, motivoivat monia sijoittajia. (Estrin ym. 2018, 433; Cholakova & Clarysse 2015, 159; Ordanini ym. 2011, 455.) Sijoittajia voivat motivoida myös itsekeskeiset motiivit, kuten tunnustuksen saaminen, arvostetuksi tuleminen ja halu nähdä jonkin projektin toteutuvan. Altruistiset motiivit esiintyvät etenkin lahjoitusmuotoisessa, lainamuotoisessa ja palkintomuotoisessa joukkorahoituksessa. Halu tukea itselle tärkeää aatetta, muiden auttaminen, halu kokea yhteenkuuluvuutta ja projektin toteutumisen mahdollistaminen motivoivat sijoittajia. (Bretschneider & Leimeister 2017, 256; Gerber & Hui 2013, 24; Ordanini ym. 2011, 455, 456.)

Sijoittajat omien motiivien ja piirteiden lisäksi sijoituskohteen piirteet vaikuttavat sijoituspäätökseen. Joukkorahoituskampanjan ja tuotteen koettua laatu voi lisätä tai laskea halua sijoittaa. Kampanjamateriaalinen huolellinen valmistelu ja ylipäänsä materiaalin tuottaminen lisää kampanjan onnistumisen todennäköisyyttä. Taloustietojen sisällyttäminen niin ikään on positiivisesti vaikuttava tekijä, mutta niiden puutteessa sijoittajat tulkitsevat muita kampanjan tietoja signaaleina. Kampanjan kesto ja tavoitesumma vaikuttavat rahoituksen saamiseen, joskin eri joukkorahoitusmuotojen välillä on eroja siinä, miten tavoitesumma vaikuttaa. (Hoegen ym. 2018; Lukkarinen ym. 2016; Ahlers ym. 2015, 970.)

### **3 EPÄVIRALLISET SJOITTAJAT, BRÄNDIYHTEISÖT JA LAHJOITUKSET**

Tässä luvussa tarkastellaan epävirallisten sijoittajien sekä enkelisijoittajien motiiveja ja päätöksentekoa. Lisäksi perehdytään brändiyhteisöihin verkostomaisena, päätöksentekoon vaikuttavana ilmiönä ja lahjoittajien motiiveihin sekä päätöksentekoon. Lopuksi tehdään yhteenveto tutkielman teoriaosuudesta.

#### **3.1 Epäviralliset sijoittajat**

Tutkielman aiheena on joukkorahoitukseen osallistumisen motiivit. Koska joukkorahoituksesta on vasta rajatusti aiempaa tutkimusta ja koska ilmiö on monimuotoinen, sen ymmärtämiseksi on tarpeen etsiä mahdollisia rinnasteisia ilmiöitä ja teorioita. Seuraavassa tarkastellaan epävirallisten sijoittajien motiiveja. Koska sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa sijoittaja saa yrityksen osakkeita, voidaan muiden sijoittajien motiiveja tutkimalla yrittää ymmärtää sijoittajia myös joukkorahoituksessa. (Hoegen ym. 2018, 342; Lukkarinen ym. 2016, 27.)

Epäviralliset sijoittajat (eng. informal investors) ovat yksityisiä, pääomaa yrityksiin sijoittavia henkilöitä, erotuksena virallisiin instituutioihin, kuten pääomasijoitusyhtiöihin ja pankkeihin. He ovat yleensä startupeille seuraava rahoituksen lähde yrittäjän omien varojen jälkeen, ennen varsinaisia riskipääomasijoittajia. Perhe ja ystävät sisältyvät määritelmään. Epävirallisilla sijoittajilla on institutionaalisia riskipääomasijoittajia merkittävästi suurempi merkitys osana rahoitusmarkkinoita ja yritysten alkuvaiheen mahdollistajina. Yleisesti epävirallisen sijoitetun pääoman määrän arvioidaan olevan moninkertainen verrattuna virallisiin toimijoihin. Luotettavan tiedon saaminen aiheesta on haastavaa, koska yksityisten henkilöiden tekemistä sijoituksista yksityisiin yrityksiin on vaikea saada tietoa. (Maula, Autio & Arenius 2005, 459; Sohl 1999.)

### **3.1.1 Yrittäjän omat varat ja lähipiirin tuki**

Uudet yritykset tarvitsevat rahoitusta toiminnan käynnistämiseen. Yrittäjän omat varat ovat ensimmäinen varojen lähde, ja monissa maissa merkittävin yksittäinen varojen lähde. (Basu & Parker 2001.) Lisärahoitusta etsiessä yrittäjän ensimmäinen vaihtoehto omien varojen jälkeen ovat yleensä perhe ja tuttavat. He sijoittavat paljon aikaisemmassa vaiheessa yritykseen, kuin muut epäviralliset sijoittajat (Erikson, Sorheim & Reitan 2003). Tällöin informaation epäsymmetrian ja moraalikadon riskin ajatellaan olevan pienempiä, koska perheellä ja tuttavilla on muita sijoittajia paremmat mahdollisuudet arvioida yrittäjää sekä projektia. Perhe ja tuttavat voivat myös vaikuttaa yrittäjään mahdollisen moraalikadon estämiseksi. (Wall 2007.) Mahdollisesti tästä johtuen ja muita riskejä minimoidakseen, he ovat muita epävirallisia sijoittajia aktiivisemmin mukana yrityksen operatiivisessa toiminnassa (Erikson ym. 2003).

Basun ja Parkerin (2001) mukaan perheenjäsenillä on sekä itsekkäitä että altruistisia motiiveja lainata rahaa tai sijoittaa perheenjäsenen yritykseen. Sijoitukset perheenjäsenten yrityksiin voivat olla myös tarpeen vaatimia, enemmän kuin varsinaisesti suunniteltuja päätöksiä (Maula ym. 2005, 470). Verrattuna muihin epävirallisiin sijoittajiin, jotka sijoittavat kasvu- ja kansainvälistymiskeskeisiin yrityksiin, perheenjäsenet sijoittavat enemmän alueellisesti orientoituneisiin yrityksiin. Perheenjäsenet myös sijoittavat harvempiin yrityksiin, jolloin yrityskohtainen riski on suurempi. Perheenjäsenet eivät halua myydä tai ainakaan aktiivisesti suunnittele osakkeidensa myymistä. (Erikson ym. 2003.) Perhe ja tuttavat siis sijoittavat aikaisessa vaiheessa, ovat aktiivisesti mukana yrityksen operatiivisessa toiminnassa ja ovat sitoutuneita erittäin pitkällä aikavälillä, tai jopa haluttomia myymään osakkeensa.

### **3.1.2 Enkelisijoittajat**

Epävirallisiin sijoittajiin lukeutuvat myös enkelisijoittajat. Enkelisijoittajalla tarkoitetaan pääomaa yleensä pieniin, mutta kasvuhakuisiin yksityisiin yrityksiin sijoittavaa henkilöä. Enkelisijoittajat ovat varakkaita, yksityisiä ja itsenäisesti toimivia henkilöitä, valtaosa heistä



on miehiä. Enkelisijoittajat ovat todennäköisemmin kerryttäneet varat itse yritystoiminnan kautta, kuin perineet ne tai tienanneet työn kautta. (Mason & Harrison 2002, 275; Prowse 1998, 786.) Osa toimii edelleen yrittäjänä ja sijoittaa sen ohella, ja jotkut keskittyvät vain sijoittamiseen. Enkelisijoittajien koko portfolio ei yleensä koostu listaamattomista yrityksistä, vaan on hajautettu myös muihin rahoituskohteisiin. He ovat kuitenkin yleisesti valmiita kasvattamaan listaamattomien yritysten osuutta portfolioistaan, jos sopiva kohde löytyy. Enkelisijoittajien ja pääoman määrää markkinoilla on myös pyritty kasvattamaan veroeduin, joihin sijoittajat tutkitusti reagoivat. (Mason & Harrison 2002, 281; Sohl 1999; Sorheim & Landström 2001, 366.)

Enkelisijoittajat ovat heterogeeninen joukko, joka eroaa niin taustaltaan, osaamiseltaan, aktiivisuudeltaan kuin toimintatavoiltaan. Joukosta löytyy kokeneita sijoittajia, ja niitä, jotka sijoittavat ensimmäistä kertaa. Jotkut enkelit sijoittavat useisiin kohteisiin, siinä missä toiset keskittyvät yhteen. Osa toimii pääsääntöisesti yksin, kun taas toiset sijoittavat lähes aina osana ryhmää sijoittajia. (Prowse 1998, 788; Sohl 1999, 111, 113.) Enkelisijoittajat ovat sisäisesti motivoituneita, vahvasti sitoutuneita niin työhönsä ja sijoituksiinsakin ja tekevät töitä niiden menestyksen eteen (Maula ym. 2005).

Enkelisijoittajat voivat myös tehdä keskenään yhteistyötä tai kuulua erilaisiin verkostoihin (Prowse 1998, 788). Yhteistyö on luonteeltaan epävirallista, ja sitä tehdään läheisten ystävien tai liiketoimintakumppaneiden kautta. Yleensä joku toimii johtavana sijoittajana, joka etsii ja valikoi sopivan kohteen. Yhteistyön tarkoituksena on jakaa riskiä sekä yhdistää varoja ja näin parantaa ehtoja. Sama sijoittaja voi kuulua useaan tällaiseen ryhmään ja toimia eri rooleissa niissä. (Sohl 1999, 111.)

Epävirallisten ryhmien lisäksi enkelisijoittajat voivat myös kuulua astetta organisoituneempiin verkostoihin. Verkostot pyrkivät alentamaan sopivan sijoituskohteen etsimisen aiheuttamia kustannuksia sekä tuomaan enkelisijoittajien ulottuville enemmän sopivia vaihtoehtoja. Verkostojen avulla yksittäiset enkelisijoittajat pystyvät osallistumaan isompien kohteiden rahoittamiseen ja näin kilpailemaan samoista kohteista riskipääomasijoittajien kanssa. Verkostojen rooli rajoittuu usein sijoittajan ja kohteen yhteen saattamiseen, eivätkä ne esimerkiksi osallistu sopimusneuvotteluihin. (Cumming ym. 2019, 253; Mason & Harrison 2002, 284.)

Sopivan yrityksen enkelisijoittaja löytää yleensä omien verkostojensa, eli tuttujen, liiketoimintakumppanien tai muiden enkelisijoittajien kautta. Ensimmäinen vaihe sijoitusprosessissa on potentiaalisten sijoituskohteiden tarkastelu. Enkelisijoittajat arvioivat sijoitusta sekä omien henkilökohtaisten sijoituskriteeriensä, että kohteen sisäisten piirteiden perusteella. Yrityksen kehitysvaihe, toimiala, teknologia ja sijainti vaikuttavat sijoituspäätökseen. (Sohl 1999; Mason & Harrison 2002, 284.)

Enkelisijoittajien preferenssit yrityksen kehitysvaiheesta vaihtelevat. Mason ja Harrison (2002) toteavat, että enkelisijoittajat ovat kiinnostuneita jo näyttöjä antaneista yrityksistä ja vain pieni osa on kiinnostunut startupeista. Sohl (1999, 109) kuitenkin toteaa enkelisijoittajien tulevan mukaan aikaisemmassa vaiheessa kuin riskipääomasijoitusyhtiöt, jotka ovat kiinnostuneita vakaista yrityksistä, joilla on kuitenkin suuri kasvupotentiaali. Enkelisijoittajat todennäköisemmin tarjoavat kriittistä alkuvaiheen siemen- ja kasvurahoitusta. Heillä myös sijoituksen horisontti on pitkä, 5-7 vuotta. (Sohl 1999, 111.) Enkelit haluavat sijoittaa toimialoille ja teknologioihin, jotka ovat heille tuttuja ja joita he ymmärtävät hyvin. Heidän tuomastaan kokemuksesta ja asiantuntijuudesta on tällöin eniten hyötyä yritykselle. (Sohl 1999, 112; Mason & Harrison 2002.)

Enkelisijoittajat suosivat maantieteellisesti lähellä olevia yrityksiä. Yrittäjien maine ja luotettavuus syntyvät ihmisten välisistä suhteista ja niitä on helpompi arvioida, kun etäisyys on pieni. Samoin yritysten löytäminen ja arviointi, due diligence ja valvonta ovat edullisempia ja vaivattomampia. (Agrawal ym. 2015; Lerner 1995; Cumming ym. 2019.) Enkelisijoittajille tyypillinen oman kokemuksen ja osaamisen jakaminen yritykselle on helpompaa, kun yritys on enkelin näkökulmasta paikallinen. Enkelisijoittajat nauttivat osallistumisesta ja siitä, että voivat antaa jotakin yhteisölleen, mikä myös johtaa suosimaan paikallisuutta. (Sohl 1999, 112.)

Viimeinen vaihe ennen varsinaista sijoituksen tekemistä on neuvotella sijoituksen ehdoista. Enkelisijoittajien käyttämät sopimukset ja ehdot ovat yleensä lyhyempiä ja epävirallisempia kuin riskipääomasijoitusyhtiöiden. Sijoituspäätöksen tekovaiheessa tiiviin ja luottavaisen suhteen rakentaminen sijoittajan ja yrittäjän välille on tärkeää, koska enkeli sijoittaa kuitenkin ensikädessä yrittäjän visioon. (Mason & Harrison 2002; Sohl 1999, 111.)

Enkelisijoittajat pystyvät usein suoraan vaikuttamaan sijoituskohteen menestykseen. Heillä on yleensä merkittävä osuus yrityksestä ja myös äänivaltaa. Enkelisijoittajat saattavat vaikuttaa hallituksessa tai toimia konsultinomaisessa roolissa. (Prowse 1998, 787.) Pääoman lisäksi enkelisijoittajat siis tuovat yritykseen osaamisensa, kokemuksensa ja asiantuntijuutta (Sohl 1999, 112).

Sullivanin ja Millerin (1996, 26, 29) mukaan taloudellisten motiivien lisäksi sijoittajilla voi olla myös hedonistisia ja altruistisia motiiveja. Sullivan ja Miller tutkivat sijoittajien suhtautumista kymmeneen motivaatiotekijään ja jakoivat tämän perusteella sijoittajat kolmeen ryhmään. Tekijät olivat: pääoman arvonnousu, tuotot, veroedut, ystävän tai perheenjäsenen auttaminen, uuden yrityksen tukeminen, laajempaa hyötyä tuottavan tuotteen tukeminen, kiinnostus mielenkiintoisen sijoituskohteen omistamiseen, yhteisön tunnustus ja mahdollisuus vaikuttaa sijoituksen kohteeseen. Taloudelliselle sijoittajalle vain rahalliset motiivit ovat tärkeitä. Taloudellinen sijoittaja tavoittelee ryhmistä korkeinta tuottoa ja vastaavasti ottaa suurimpia riskejä, sekä tekee suurimmat sijoitukset. Taloudellinen sijoittaja toimii lyhyemmällä aikavälillä kuin muut sijoittajaryhmät ja suosii oman pääoman ehtoista sijoittamista. (Sullivan & Miller 1996, 33.)

Hedonistinen sijoittaja sijoittaa muita ryhmiä todennäköisemmin ryhmässä ja sekä oman että vieraan pääoman ehtoisesti. Sekä taloudelliset että ei-taloudelliset motiivit ovat tärkeitä, mutta riskinsietokyky on taloudellista sijoittajaa alhaisempi. Hedonistinen sijoittaja nauttii mahdollisuudesta osallistua yrityksen toimintaan, ja on muita ryhmiä tyytyväisempi sijoituksiinsa. Altruistista sijoittajaa motivoivat sosiaalisesti hyödylliset tekijät. Ryhmä ei ole niin kiinnostunut taloudellisista tuotoista, ja tekee pienempiä sijoituksia kuin muut ryhmät. Altruistinen sijoittaja luottaa itseensä enemmän kuin muiden näkemyksiin sijoituksista, ja sijoittaa pidemmällä aikavälillä kuin muut ryhmät. (Sullivan & Miller 1996, 33.)

Myös Sohlin mukaan enkelisijoittajilla voi olla muita kuin taloudellisia motiiveja sijoittamiselle samaan aikaan taloudellisten motiivien kanssa. Tärkein motivaattori sijoitukselle on pääoman arvonnousu, mutta sen lisäksi merkittävä ei-taloudellinen motivaatio liittyy mahdollisuuteen olla mukana yritystoiminnassa ja tukea seuraavaa yrittäjäsukupolvea sekä paikallisesti oman alueen yritysten kehitystä. Nämä tekijät eivät ole toisensa poissulkevia; ennemminkin taloudelliset ja ei-taloudelliset motiivit esiintyvät yhtä

aikaa. Joskus enkelisijoittajat voivat hyväksyä korkeamman riskin tai alhaisemman tuoton ei-taloudellisten motiivien ollessa merkittäviä. (Sohl 1999, 112.)

Masonin ja Harrisonin mukaan (2002, 276) enkelit eivät kuitenkaan muutoin ole altruistisia sijoittajia, sillä he eivät suosi yhteiskunnallisia yrityksiä ja pitävät sijoittamisen ja hyväntekeväisyyden erillään. Ei-taloudelliset syyt sijoitukselle kertovat myös siitä, että enkelit haluavat itsekkin tarjota yrityksille pääoman lisäksi myös muuta hyötyä, kuten toimialaosaamista ja johtamiskokemusta. (Mason & Harrison 2002, 276.) Yhteenvedona voi todeta, että Sohl (1999) näkemys enkelisijoittajien motiiveista on kokonaisvaltainen ja melko laaja. Sullivan ja Miller (1996) ovat jaotelleet kokonaisuutta pienempiin ryhmiin. Näkemykset altruistisesta sijoittamisesta eroavat hiukan, mutta voidaan tulkita taloudellisten motiivien olevan ensimmäinen kriteeri, ja enkelisijoittajan omien mielenkiinnon kohteiden ja erilaisten taustojen vaikuttavan siihen, mitä muita motiiveja sijoitukseen liittyy.

Mason ja Harrison (2002) tutkivat sijoitusten tekemistä estäviä tai haittaavia tekijöitä. Jo enkelisijoittajia ensimmäisenä tutkinut Wetzel (1986, artikkelissa Mason & Harrison 2002) totesi, että markkina on tehoton, kun enkelisijoittajat eivät pysty tekemään niin paljon sijoituksia kuin haluaisivat, mikä johtuu markkinan toimijoiden näkymättömästä luonteesta. Enkelisijoittajat eivät löydä tarpeeksi kohteita, jotka vastaisivat heidän sijoituskriteerejään. He ovat haluttomia sijoittamaan tuntemattomille toimialoille ja markkinoille. Toiseksi, suurin osa potentiaalisista sijoituskohteista, joista enkelisijoittajat kuulevat, on liian huonolaatuisia sijoituksen tekemiseen. Ongelmaksi voi myös muodostua se, että sopimusneuvottelut rahoitusta hakevan yrityksen ja enkelisijoittajan välillä epäonnistuvat, eivätkä johda sijoitukseen. (Mason & Harrison 2002, 284.)

## 3.2 Ei-taloudellisia motiiveja: Brändiyhteisöjen vaikutus kuluttajiin ja lahjoittajien päätöksenteko

### 3.2.1 Kuluttajat ja brändiyhteisöt

Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta on kirjallisuudessa keskitytty riskien ja tuottojen arviointiin. Kuluttajat ovat tottuneet arvioimaan ostopäätöksiä ja tuotteiden sekä yritysten laatua. Monissa tutkimuksissa palkintoperusteinen joukkorahoitus on rinnastettu verkko-ostoksiin ja ennakkotilaamiseen. (Mollick 2014; Ordanini ym. 2011, 446; Belleflamme ym. 2014; Hoegen ym. 2018.) Ostopäätösten arviointiin liittyy usein tiedonhankinta ja kommunikointi muiden kuluttajien kanssa. Muiden kuluttajien, kuten lähipiirin, käsitykset voivat vaikuttaa ostopäätökseen. (Wang, Yu & Wei 2012, 205.) Seuraavassa tarkastellaan brändiyhteisöjä, joiden avulla voidaan hahmottaa yhteisöllisyyden, kuluttajalle mieluisan brändin ja muiden kuluttajien kanssa käydyn kommunikoinnin vaikutusta päätöksentekoon.

Ordanini ym. (2011, 447) viittaavat joukkorahoituksen yhteydessä brändiyhteisöihin (eng. brand community), eli tilanteeseen, jossa kuluttajat ovat niin sitoutuneita tiettyyn brändiin, että se vaikuttaa heidän kokemukseensa identiteetistä. Brändiyhteisö on erikoistunut, maantieteellisesti rajoittumaton yhteisö, jonka jäsenet ovat brändin ihailijoita, jotka muodostavat keskenään sosiaalisia suhteita. Tällöin kuluttajat jakavat kokemuksiaan, kuluttavat yhdessä ja täyttävät muun muassa nautintoon, oppimiseen ja identiteettiin liittyviä tarpeita. Online -yhteisöt ja sosiaaliset verkostot lisäävät kollektiivisen kokemuksen muodostumista. (Muniz & O'Guinn 2001, 418, 427.)

Brändituotteiden ostopäätökset tehdään usein toisten, saman brändin tuotteita käyttävien kuluttajien tuella. Tätä kautta voi syntyä sosiaalisia suhteita, jotka liittyvät nimenomaan brändiin, ja jotka osaltaan vahvistavat sitoutumista tiettyyn brändiin. Osa kuluttajista kaipaa yhteisöllisyyttä ja perustaa alkuperäisen ostopäätöksensä oletukselle, että sen ansiosta voi muodostua sosiaalisia suhteita. Toiset tekevät ostopäätöksen tuotteeseen ja sen tuomaan hyötyyn perustuen ja löytävää brändiyhteisön vasta kuluttamisen aikana. (McAlexander, Schouten & Koenig 2002, 50.) Kuluttajat suhtautuvat positiivisesti brändeihin, jotka tukevat ja mahdollistavat kuluttajien keskinäistä verkostomaista toimintaa. Sillä, toimiiko

brändiyhteisö brändin luomalla ja tukemalla sivustolla tai tapahtumassa, vai kuluttajien keskenään luomassa, ei ole kuluttajien asenteisiin merkitystä. (McAlexander ym. 2002; Adjei ym. 2010, 651.)

Kuluttajien keskinäisillä online -brändiyhteisöillä on positiivinen vaikutus ostopäätösten muotoutumiseen. Kuluttajat, jotka osallistuvat aktiivisesti verkoston sisällä ja kommunikoivat muiden jäsenten kanssa, tekivät myös ostoja useammin. Kommunikaatio brändiyhteisössä voi olla positiivista, mutta myös negatiivista. Negatiivinen kommunikaatio ei kuitenkaan vaikuta yleensä brändin myyntiin negatiivisesti, sen sijaan positiivisella keskustelulla on positiivinen vaikutus. Kuluttajat liittyvät ja osallistuvat usein verkostoon pohtiessaan ostopäätöstä ja kaivatessaan lisätietoja. He kaipaavat vahvistusta ja tukea ostopäätökselle, mikä selittää positiivisen kommunikaation suurempaa merkitystä. (Adjei, Noble & Noble 2010, 648, 651.)

Edellistä huomiota vahvistaa kuluttajien omien verkostojen vaikutus. Brändiyhteisöjen lisäksi kuluttajan ostopäätöksiin sosiaalisessa mediassa vaikuttavat omat sosiaaliset verkostot. Vertaiskuluttaminen ja keskustelut verkoston jäsenten kanssa sekä niistä saatu hyväksyntä vahvistavat ostopäätöstä. Ne myös lisäävät kanssakäymistä tuotteeseen liittyen ja aikaa, jonka kuluttaja käyttää tuotteen parissa, mikä vaikuttaa positiivisesti ostopäätöksen tekemiseen. (Wang ym. 2012, 205.) Kuluttajan omissa verkostoissa voi muodostua pieniä brändiyhteisöjä, joiden jäsenet jakavat yhteisen mielenkiinnon brändiä kohtaan, ja jotka yhdessä toimivat tavoitteiden tai sitoumusten eteen. (Bagozzi & Dholakia 2006, 58.) Sosiaalinen identiteetti, subjektiiviset normit ja reaktiot vaikuttavat ryhmäkäyttäytymiseen. Mainitut tekijät vaikuttavat vahvemmin tietyn brändin ympärille kehittyneissä yhteisöissä. Bagozzin ja Dholakian (2006, 59) mukaan sosiaalisen identiteetin rakentuminen on voimakkaampaa tietyn brändin ympärille muodostuneissa ryhmissä, kuin tuotekategorian ympärille muodostuneissa ryhmissä.

### 3.2.2 Lahjoittajien päätöksenteko

Ihmisillä on inhimillinen tarve auttaa toisiaan. Päämotiivina lahjoituksissa hyväntekeväisyyteen on usko siihen, että lahjoitettu raha menee hyvään tarkoitukseen. (Guy & Patton 1989) Lahjoittamiseen liittyy vahvoja normatiivisia tekijöitä, mutta myös henkilökohtaisia sekä altruistisia motiiveja. Itsetunto, tunnustuksen saaminen ja vapautuksen saaminen syyllisyyden ja pakon tunteista ovat tunnettuja lahjoittamisen motiiveja. Lahjoituksiin liittyvät usein myös muut koetut tunteet, joiden vaikutus päätöksentekoon voi usein olla alitajuinen. (Guy & Patton 1989; Hibbert & Horne 1996; Saxton & Wang 2014; Hoegen ym. 2018, 343.)

Guy ja Patton (1989) loivat mallin lahjoituksen päätöksentekoprosessista ja siihen vaikuttavista tekijöistä. Mallissa keskeistä on avun tarpeen tunnistamisesta lähtevä prosessi, johon sisäiset ja ulkoiset tekijät vaikuttavat. Jotta tarve auttaa aktivoituu, täytyy tilanne avun tarpeelle ensin tunnistaa ja kokea omaksi henkilökohtaiseksi vastuuksi. Ihmisille on tärkeää, että he ensinnäkin kokevat voivansa auttaa ja toisekseen, että juuri heidän apunsa on merkityksellistä. Sisäiset tekijät, kun persoonallisuus, status ja kokemus, vaikuttavat siihen, miten henkilö tulkitsee tilannetta. Ulkoiset tekijät, kuten avunpyynnön yksityiskohdat, siihen ja tilanteeseen liittyvät ihmiset, sekä vaihtoehtoiset toimintamahdollisuudet tilanteessa niin ikään vaikuttavat lopulliseen päätöksentekoon. (Guy & Patton 1989, 24)

Hibbert ja Horne (1996) rinnastivat lahjoittamiseen liittyvän päätöksenteon kuluttamisen kognitiiviseen malliin, jonka mukaan toiminta perustuu tiedon käsittelyyn ja asenne muuttuu aina ennen kuin toiminta muuttuu. Tutkijoiden mukaan lahjoitustilanteisiin liittyy useimmiten rajoitettu ongelman ratkaisu (eng. Limited Problem Solving, LPS), jolloin lahjoittajalla on melko vahva käsitys tilanteesta, mutta siinä on joitakin epäselvyyksiä. Riski ei kuitenkaan ole kovin suuri, jolloin rajoitettu ongelman ratkaisu riittää eikä suurempaa perehtymistä, kuten vaihtoehtojen vertailua, tarvita. Monet lahjoitustilanteet ja pyynnöt ovat sellaisia, että lahjoittajalta ei vaadita erityisiä toimia ja perehtymistä (esimerkiksi keräyslaatikko, puhelinkeräys). Auttaminen, itsensä paremmaksi ihmiseksi tunteminen ja tunnustuksen saaminen muilta motivoivat lahjoittamaan. Motivaatiot yhdistettynä

lahjoitustilanteeseen todennäköisesti johtavat rajoitettuun päätöksentekoon. (Hibbert & Horne 1996, 9-11.)

Saxton & Wang (2014) huomauttavat, että verkossa tehdyt lahjoitukset hyväntekeväisyyteen eroavat offline -lahjoituksista. Aiemman kirjallisuuden mukaan lahjoittajille merkitsee lahjoitetun summan ja lopulta itse kohteeseen ohjatun summan suhde. Merkittävä osa esimerkiksi hyväntekeväisyysjärjestöjen budjetista menee toiminnan organisointiin. Toisaalta koon mukana toiminta yleensä tehostuu. Verkossa tehdyissä lahjoituksissa tehokkuussuhde ei kuitenkaan ollut lahjoittajille tärkeä tekijä, vaan sosiaalisen verkoston tekijät merkitsevät enemmän, kuten lahjoituksia keräävän organisaation verkoston koko. Lahjoitusten määrä on suhteessa verkoston kokoon, ja molemmat kasvavat, kun käyttäjät jakavat linkin tai muun materiaalin kohteeseen liittyen sosiaalisessa mediassa. (Saxton & Wang 2014, 851.)

Sosiaalinen media on mahdollistanut kustannustehokkaasti uusien, nuorempien lahjoittajien mobilisoinnin. Voittoa tavoittelemattomat järjestöt ovat siirtäneet lahjoitusten keruuta verkkoon. Sosiaalisen median avulla ne voivat tavoittaa suuren määrän ihmisiä ympäri maapalloa, jotka haluavat antaa tukensa lahjoittamalla sekä jakamalla tietoa edelleen omissa verkostoissaan. Käyttäjien omien verkostojen kautta järjestöt voivat tavoittaa henkilöitä, joita niiden viestintä ei muuten tavoittaisi. Lisäksi, viesti tulee tällöin joltakin henkilön omassa verkostossa, jolloin se on henkilökohtaisempi ja herättää enemmän luottamusta. Kampanjat on toteutettu niin, että muut verkoston jäsenet näkevät, miten viestin saaja on reagoinut siihen eli onko käyttäjä lahjoittanut, mikä lisää sosiaalista painetta lahjoittaa. Monet hyväntekeväisyysjärjestöt ja -projektit ovat myös hyödyntäneet lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta. (Saxton & Wang 2014, 852, 853.)

Verkossa tehdyt lahjoitukset eroavat myös siinä, että ne ovat kooltaan pieniä ja kohdistuvat korostetusti etenkin terveyteen liittyviin, ja muihin sosiaalisesti hyväksyttäviin kohteisiin. Huomiota herättävät ja tunteisiin vetoavat kohteet saavat paljon lahjoituksia. Ylipäättään sosiaalisessa mediassa lahjoitukset kohdentuvat enemmän tiettyihin projekteihin ja ovat impulsiivisempia. Saxton ja Wang kuitenkin huomauttavat, että sosiaalisessa mediassa on yleistä tykätä jostakin kohteesta, mutta se ei välttämättä johda lahjoitukseen, koska tykkääjien määrä on huomattavasti lahjoittajia suurempi. Sosiaaliset paineet määrittävät



lahjoitusten tekemiseen verkossa pitkälle, kun ihmiset haluavat parantaa asemaansa verkostossaan. Kaiken kaikkiaan aiempi tehokkuusajattelu ei enää määritä lahjoitusten tekemistä, vaan uudet, sosiaalisen median mukanaan tuomat piirteet ovat ratkaisevia. (Saxton & Wang 2014, 862-864.)

### 3.3 Yhteenveto teoreettisesta viitekehyksestä

Tutkielman tavoitteena on selvittää, miksi sijoittajat osallistuvat joukkorahoitukseen. Teoriaosuudessa on tarkasteltu joukkorahoitusta rahoitusvälineenä, sekä aiemmassa kirjallisuudessa esiintuotuja motiiveja osallistumiselle ja tekijöitä, jotka vaikuttavat sijoituspäätöksen tekemiseen. Sen jälkeen teoriaosuudessa tarkasteltiin epävirallisia sijoittajia sekä lahjoittajia ja heidän motiivejaan ja päätöksentekoa. Lisäksi teoriaosuudessa tarkasteltiin brändiyhteisöjä, joilla on samantyyppisiä sosiaalisia piirteitä kuin joukkorahoitusalueilla.

Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa sijoittajia motivoi etenkin tuotto pääomalle, eli osingot tai myöhemmin osakkeiden myynti. Muita taloudellisia tekijöitä ovat veroedut ja alhaiset transaktiokustannukset. Taloudellisiin motiiveihin lasketaan myös suora vastike rahalle, kuten palkintomuotoisessa joukkorahoituksessa tuote, tai muut sijoittajille luvattavat, taloudelliseksi hyödyiksi laskettavat edut, kuten alennukset. Palkintomuotoisessa joukkorahoituksessa joillekin sijoittajille nimenomaan palkinto on motivaatio sijoitukselle. (Estrin ym. 2018, 433, 434; Chalykova & Clarysse 2015, 159.) Enkelisijoittajat sijoittavat taloudellisten motiivien takia; yleensä summia, joilla saa merkittävän osuuden sekä päätävävaltaa yrityksestä (Sohl 1999; Mason & Harrison 2002).

Sekä joukkorahoitusta, että enkelisijoittajia käsittelevässä kirjallisuudessa on todettu, että taloudelliset ja altruistiset motiivit voivat esiintyä yhtä aikaa (Bretschneider & Leimeister 2017, 257; Sohl 1999, 112). Enkelisijoittajien suhteen vallitsee kuitenkin käsitys, että taloudellinen motiivi on aina päällimmäinen, jonka rinnalla voi esiintyä altruistisia motiiveja, kuten yrittäjän tukeminen. Osallistuminen yrityksen toimintaan ja hedonistiset motiivit, kuten hauskuus, tunnustuksen saaminen ja jännityksen etsiminen, ovat enkelisijoittajille tyypillisiä. (Sullivan & Miller 1996, 30; Sohl 1999, 112.) Samoja motiiveja on yhdistetty

myös sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen (Estrin ym. 2018, 434; Bretschneider & Leimeister 2017, 256).

Huomionarvoista on, että sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen keskittyneen tutkimuksen mukaan motiivit osallistua ovat taloudellisia (Estrin ym. 2018, 433; Cholakova & Clarysse 2015, 159). Muut kuin taloudelliset motiivit on yleensä liitetty palkinto- ja lahjoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen (Gerber & Hui 2013; Ordanini ym. 2011). Sijoittajilla voi siis olla myös altruistisia motiiveja. Itselle tärkeän aatteen tukeminen, muiden auttaminen ja tukeminen sekä rahoituksen tai projektin toteutumisen mahdollistaminen motivoivat osallistumaan. (Gerber & Hui 2013, 24; Ordanini ym. 2011, 461.) Myös hyväntekeväisyydessä ihmiset motivoituvat lahjoittamaan samoista syistä. Lisäksi ihmisille on tärkeää, että juuri heidän tuellaan on merkitystä. (Guy & Patton 1989; Kuppuswamy & Bayus 2016, 84.)

Sijoittajien päätöksentekoa joukkorahoituksessa on kirjallisuudessa käsitelty menestystekijöiden kautta. Sijoittajan omien piirteiden ja tilanteeseen liittyvien tekijöiden lisäksi kohteen piirteet vaikuttavat päätökseen. Joukkorahoituskampanjan ja tuotteen koettua laatu voi lisätä tai laskea halua sijoittaa. Kampanjamateriaalinen huolellinen valmistelu ja ylipäättään materiaalin tuottaminen lisää kampanjan onnistumisen todennäköisyyttä. Taloustietojen sisällyttäminen niin ikään on positiivisesti vaikuttava tekijä, mutta niiden puutteessa sijoittajat tulkitsevat muita kampanjan tietoja signaaleina. Kampanjan kesto ja tavoitesumma vaikuttavat rahoituksen saamiseen, joskin eri joukkorahoitusmuotojen välillä on eroja siinä, miten tavoitesumma vaikuttaa. (Belleflamme ym. 2014; Hoegen ym. 2018, 349; Ahlers ym. 2015; Mollick 2014.) Sijoittajat kiinnittävät huomiota yrittäjään tai tiimiin; koulutus, kokemus ja osaaminen ovat sijoituspäätökseen vaikuttavia signaaleja. Yrittäjän tai tiimin kommunikointi kampanjasta ja kanssakäyminen alustalla vaikuttavat sijoittajien näkemykseen yrittäjästä. (Block ym. 2018; Ahlers ym. 2015; Hoegen ym. 2018, 350.)

Myös enkelisijoittajat arvioivat sijoitusta kohteen sisäisten piirteiden perusteella. Ylimmän johdon aiempi kokemus ja osaaminen lisää uskottavuutta ja on helppo arvioida. Yrityksen kehitysvaihe, toimiala ja teknologia vaikuttavat sijoituspäätökseen. (Sohl 1999, 112; Mason & Harrison 2002, 279.) Enkelisijoittajat arvioivat kohdetta tarkasti ja perehtyvät sen lukuihin. Joukkorahoitusaloilla nähtävillä olevaan tietoon verrattuna pääsevät enkelisijoittajat

yleensä tarkastelemaan yrityksen taloustietoja ja liiketoimintaa tarkemmin. Sijoitusten ollessa suuria ja aikahorisontin pitkä, täytyy enkelisijoittajan ja yrittäjän ymmärtää toisiaan hyvin. Prosessi on joukkorahoitusta yksityis- ja henkilökohtaisempi. (Estrin ym. 2018; Sohl 1999, 111; Mason & Harrison 2002.)

Sijainti vaikuttaa sijoittajien päätöksentekoon. Perhe ja tuttavat ovat luonnollisesti yleensä lähellä yrittäjää. Enkelisijoittajat suosivat lähellä olevia yrityksiä, jotta osallistuminen toimintaan ja yrityksen seuraaminen olisi helpompaa. (Sohl 1999, 112; Mason & Harrison 2002, 279.) Joukkorahoituksessakin sijainnilla on merkitystä kampanjan alkuvaiheessa, sillä yleensä yrittäjän omat verkostot ja ne, joilla on henkilökohtainen pääsy tai kokemus yrityksestä, sijoittavat aikaisemmin kuin muut. Ero kuitenkin tasoittuu kampanjan edetessä. (Agrawal ym. 2015, 254; Guenther ym. 2018.)

Koska joukkorahoitusta on tutkittu paljon alustoilta saadun datan perusteella, on sitä tarkasteltu etenkin siitä näkökulmasta, miten sijoittajat käyttäytyvät ja valitsevat projektin alustalla. Menestystekijät ovat siis kokonaisuus siitä, mitkä tekijät ovat yhteisiä rahoitusta saaneille tai epäonnistuneille kampanjoille. Vain vähän on keskitytty siihen, että usein sijoittajat liittyvät alustalle sijoittaakseen tiettyyn projektiin. (Hoegen ym. 2018, 346; Estrin ym. 2018, 428; Agrawal ym. 2015, 256.) Sitä kautta he kuitenkin saattoivat löytää lisää yrityksiä, joihin sijoittaa, mikä on mahdollistanut osaltaan ilmiön kasvua ja kehitystä vuosien saatossa (Estrin ym. 2018, 428).

Sosiaaliset tekijät, kuten muiden sijoittajien käyttäytyminen, sijoittajan ystävien käyttäytyminen, sekä kolmansien osapuolien kannanotot, kuten mediahuomio, vaikuttavat niin ikään. Laumakäyttäytymisellä ja päämäärägradientilla on suuri vaikutus kampanjan etenemisen dynamiikkaan. (Hoegen ym. 2017, 350; Estrin ym. 2018, 435; Mollick 2014.)

Verkostot ovat keino löytää sopiva sijoituskohde. Joukkorahoituksessa yrittäjän oman verkoston jäsenet ovat ensimmäisiä sijoittajia (Mollick 2014, 8). Enkelisijoittajat löytävät sijoituskohteensa pääasiallisesti verkostojensa kautta (Sohl 1999). Lahjoittamisen tapahtuessa yhä enemmän verkossa, myös lahjoitukset tapahtuvat yhä useammin siten, että kohde on tullut lahjoittajalle vastaan esimerkiksi sosiaalisessa mediassa jonkun tutun kautta. Verkostojen vaikutusta lisää se, että ihmisten jakaessa esimerkiksi hyväntekeväisyyskohteen edelleen, tavoittaa se aina uusia ihmisiä. Ihmiset kokevat asiat myös henkilökohtaisemmin,

kun ensimmäinen kontakti tulee heidän oman verkostonsa jäsenen kautta. (Saxton & Wang 2014.) Verkostot ovat siis hyödyksi niin sijoittajalle, kuin rahoituksen kerääjälle.

Verkostojen olemassa olon lisäksi myös muiden ihmisten toiminta vaikuttaa sijoituspäätökseen. Joukkorahoituksessa muiden sijoittajien käyttäytymistä on helppo seurata, koska alustoilla näkyy, kuka ja kuinka moni on jo sijoittanut tiettyyn projektiin. Samoin kerätty summa on näkyvissä. Laumakäyttäytyminen selittää sitä, että monet projektit jäävät kauas tavoitteestaan, tai sitten ylittävät sen niukasti. (Mollick 2014; Bretschneider & Leimeister 2017; Kuppuswamy & Bayus 2016.) Enkelsijoittajat sijoittavat usein osana ryhmää, johtavaa sijoittajaa seuraten (Sohl 1999). Etenkin kokemattomat ja passiivisemmat enkelsijoittajat saattavat sijoittaa lähes aina osana ryhmää (Sorheim & Landström 2001, 365).

Kavereiden ja tuttujen käyttäytyminen vaikuttaa niin ikään. Kaveripiireistä voi muodostua pieniä brändiyhteisöjä, joiden kautta he rakentavat identiteettiään. (Bagozzi & Dholakia 2006, 58, 59.) Keskustelut ystävien kanssa ja hyväksyntä vaikuttavat positiivisesti ostopäätökseen (Wang ym. 2012). Lahjoittajat kokevat sosiaalista painetta sekä normeista, että nykyään lahjoitukset näkyvämmiksi tekevästä medioista (Saxton & Wang 2014). Myös joukkorahoituksessa voi olettaa ystävien ja lähipiirin käyttäytymisen vaikuttavan, koska yrittäjän lähipiiri sijoittaa ensimmäisten joukossa kampanjaan (Mollick 2014, 8). Tällöin oletettavasti heidän tuntemansa henkilöt tuntevat useita sijoittaneita henkilöitä.

Brändiyhteisöt ovat eräänlainen kuvaus siitä, miten sosiaaliset suhteet ja verkostot vaikuttavat päätöksentekoon. Brändiyhteisöt rakentuvat jonkin tuotteen tai brändin ympärille verkossa, joko kuluttajien muodostamina tai brändin omilla alustoilla. Osallistujat vaihtavat kokemuksia ja usein hakevat vahvistusta ostopäätökselle. Samantyyppisesti, osa potentiaalisista sijoittajista osallistuu aktiivisesti kommunikointiin muiden sijoittajien ja yrittäjien kanssa kampanjasivulla. (Muniz & O'Guinn 2001; Bretschneider & Leimeister 2017, 249; Ordanini ym. 2011, 447.)

Kuluttajat voivat kokea vahvaa yhteenkuuluvuutta ja identifioitumista näihin ryhmiin (Muniz & O'Guinn 2001; Adjei ym. 2010, 651; McAlexander ym. 2002). Sijoittajat voivat myös kokea yhteisöllisyyttä ja yhteenkuuluvuuden tunnetta osallistuessaan joukkorahoitukseen antamalla rahoitusta sekä palautetta ja voidessaan luoda sosiaalisia suhteita (Gerber & Hui

2013, 24; Ordanini ym. 2011, 456). Tuotteesta tai yrityksestä pitäminen voi motivoida sijoittamaan (Bretschneider & Leimeister 2017, 256; Estrin ym. 2018, 434), mikä luo entistä tiukemman yhteyden kuluttajan ja brändin välille.

Kirjallisuudessa on myös löydetty negatiivisesti sijoitusintoon vaikuttavia tekijöitä. Henkilökohtaisten sijoituskriteerien mukaisen kohteen löytäminen voi olla enkeleille vaikeaa, kun kohteet löytyvät lähinnä verkostojen kautta eikä niitä ole paljon. Korkea riski ja potentiaalisten sijoituskohteiden huono laatu vähentävät sekä enkeli- että joukkorahoitussijoittajien sijoituksia. Projektin toteutumisen viivästyminen ja epäluottamus estävät sijoittajia osallistumasta joukkorahoitukseen. (Mason & Harrison 2002, 284; Walthoff-Borma ym. 2018; Estrin ym. 2018, 435; Mollick 2014, 12.)

Hoegen ym. (2018, 354) huomauttavat, että vaikka joukkorahoituksen ja perinteisten rahoitusmuotojen sijoittajien päätöksenteossa on yhtäläisyyksiä, on niissä myös eroja, eikä rahoitusteoriaa voi suoraan soveltaa joukkorahoitukseen. Ensinnäkin, monet joukkorahoitussijoittajat eivät ole ammattilaisia, ja myös joukkorahoitukseen osallistumiseen liittyvä teknologian käyttö vaikuttaa päätöksiin ja toimintaan. Toisekseen, riski ja sijoitettu summa ovat joukkorahoituksessa huomattavasti alhaisempia, ja jakaantuvat suuremmalle joukolle. (Ordanini ym. 2011, 448; Estrin ym. 2018, 433.) Perinpohjainen arviointi ja tutkiminen ei ole kustannustehokasta, kun potentiaalinen tuotto on pieni. Enkelisijoittajille tarkka arviointi ja yritykseen perehtyminen on tärkeämpää, koska sijoitetut summat ovat suuria ja sijoituksen aikaväli pitkä. Tällöin kustannus yrityksen arvioinnista on suhteessa pienempi. (Ahlers ym. 2015, 956.)

Epäviralliset sijoittajat, ja heidän joukossaan enkelisijoittajat, ovat kuitenkin myös heterogeeninen joukko, jonka osaaminen ja aktiivisuus vaihtelee (Sorheim & Landström 2001, 365, 366). Enkelisijoittajat pyrkivät sijoittamalla ryhmissä jakamaan riskiä ja neuvottelemaan paremmat ehdot. Ryhmässä on yleensä johtava sijoittaja, joka valikoi kohteen. (Sohl 1999, 111) Enkelisijoittajat ovat siis jo ennestään pyrkineet vastaavasti alentamaan riskiä ja sijoituksen arvioinnin kustannuksia toimimalla yhdessä. Sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen osallistuessaan sijoittaja saa kuitenkin yhtiön osakkeita, joten epävirallisten sijoittajien jo pidempään tutkittu toiminta on yksi keino pyrkiä ymmärtämään joukkorahoitusta. Suurin ero vaikuttaisi olevan yrityksen toimintaan

osallistuminen ja vaikuttaminen, joka on keskeinen osa enkelisijoittamista, ja yleistä myös perheen tekemissä sijoituksissa (Sohl 1999; Erikson ym. 2003). Joukkorahoituksessa vastaavaa ei esiinny. Vaikka sijoittajat ovatkin kiinnostuneita toiminnasta, pyrkivät yritykset säilyttämään päätäntävällän itsellään. (Ahlers ym. 2015; Mollick 2014)

Pieniä summia joukkorahoituksessa sijoittavat eivät voi odottaa erityisen suuria voittoja, jolloin on todennäköistä, että sijoitukseen liittyy myös muita motiiveja. Osalle motiivina toimii sijoitusportfolion hajauttaminen. (Hoegen ym. 2018; Estrin ym. 2018, 433.) Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen valitsevat yritykset ovat usein korkeariskisiä, jolloin myös tuotto-odotus on korkea, mutta joka voi myös olla yksi peruste sille, että yksittäinen sijoittaja ei halua tehdä liian suurta sijoitusta. (Walthoff-Borma ym. 2018) Edelleen on epäselvää, saavatko laaduttomat projektit joukkorahoituksen kautta rahoitusta. Estrin ym. (2018, 428) mukaan viiden vuoden sisällä rahoituksesta epäonnistuneiden yritysten määrä ei ole normaalia korkeampi.

Muut kuin taloudelliset motiivit voivat olla hedonistisia, kuten tunnustuksen saaminen; oman imagon rakentaminen, pääsy osalliseksi jostain, yhteisöllisyys ja hauskuus (Bretschneider & Leimeister 2017, 256; Sohl 1999; Estrin ym. 2018, 434; Gerber & Hui 2013; 24). Kirjallisuuden perusteella myös yleiseen hyvään tähtäävät ja altruistiset motiivit, kuten yrityksestä pitäminen, toisten auttaminen ja tukeminen, itselle tärkeän aatteen tukeminen ja jonkin mahdollistaminen ovat mahdollisia motiiveja. Epäselvää on myös, kuinka suuri on minkäkin tekijän ja motiivin rooli. (Hoegen ym. 2018.)

Kontekstia ja sijoittajaan itseensä liittyviä tekijöitä on joukkorahoituksen yhteydessä tutkittu vähän, mutta niiden vaikutus päätöksentekoon on tunnistettu (Lukkarinen ym. 2016; Hoegen ym. 2018). Lahjoitusten yhteydessä on tutkittu miten lahjoittajan sisäiset tekijät ja tilanteeseen liittyvät ulkoiset tekijät vaikuttavat päätöksentekoon. Sisäisiä tekijöitä ovat esimerkiksi ikä, persoonallisuus, mieliala, status ja kokemus. Ulkoisia tekijöitä ovat esimerkiksi lahjoitukseen liittyvä epävarmuus, muut ihmiset ja ympäristötekijät. Myös lahjoitustilanteessa olevan henkilön käyttämä päätöksentekostrategia vaikuttaa. (Guy & Patton 1989; Hibbert & Horne 1996.)

Teoriaosuudessa käsitellyt motiivit ja sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät on koottu taulukkoon 1.

Taulukko 1: Sijoittajien motiivit ja muut sijoituskohteen valintaan vaikuttavat tekijät

Tekijä	Joukkorahoitus	Enkelisijoittajat	Lahjoittajat	Brändiyhteisöt
<b>Sijoittaja</b>				
Motiivit	Taloudelliset <ul style="list-style-type: none"> <li>Tuotto pääomalle</li> <li>Palkinto</li> <li>Veroedut, alhaiset kustannukset</li> </ul> Itsekeskeiset <ul style="list-style-type: none"> <li>Kiinnostus tuotetta/toimialaa/joukkorahoitusta kohtaan</li> <li>Tunnustuksen saaminen</li> <li>Oppiminen</li> <li>Yhteisöllisyys</li> </ul> Altruistiset <ul style="list-style-type: none"> <li>Yrittäjän tai aatteen tukeminen</li> <li>Halu auttaa</li> <li>Projektin mahdollistaminen</li> <li>Yrityksestä pitäminen</li> </ul>	Taloudelliset <ul style="list-style-type: none"> <li>tuotto pääomalle</li> <li>veroedut</li> </ul> Itsekeskeiset <ul style="list-style-type: none"> <li>Kiinnostus tuotetta tai toimialaa kohtaan</li> <li>Tunnustuksen saaminen</li> <li>Osallistuminen</li> <li>Osaamisen jakaminen</li> <li>Hauskuus</li> </ul> Altruistiset <ul style="list-style-type: none"> <li>Yrittäjän tukeminen</li> <li>Lähialueen yritysten tukeminen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Toisten auttaminen</li> <li>Tunnustuksen saaminen</li> <li>Oman avun merkitys</li> <li>Itsensä paremmaksi ihmiseksi tunteminen</li> <li>Sosiaalinen paine</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yhteisöllisyys</li> <li>Kuuluminen</li> <li>Oman identiteetin vahvistaminen</li> <li>Ostopäätöksen vahvistaminen</li> </ul>
Konteksti	<ul style="list-style-type: none"> <li>Alustan ominaisuudet</li> <li>Sijoitusketken tilanne</li> <li>Ympäristö</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Epävarmuus</li> <li>Tilanne</li> <li>Ympäristö</li> </ul>	
Sijoittajan piirteet	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tausta (kuluttaja)</li> <li>Kokemus, mielenkiinnonkohteet, asenteet</li> <li>Ymmärrys riskistä</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tausta (yrittäjä)</li> <li>Asiantuntemusta ja kokemusta</li> <li>Sijoituskriteerit</li> <li>Aikahorisontti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Persoona</li> <li>Kokemus</li> <li>Status</li> <li>Demografiset tekijät</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Identiteetti</li> </ul>
<b>Kohde</b>				
Tuotto	Mitä sijoittaja saa ja saadun hyödyn suhde sijoitukseen	Osakkeiden myynti ja voitot	Tehokkuussuhde	
Laatu	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kampanjan valmistelun laatu</li> <li>Tuotteen koettu laatu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Potentiaalinen tuotto</li> <li>Talousluvut</li> </ul>		
Taloudellinen riski	<ul style="list-style-type: none"> <li>Korkea</li> <li>Arviointi haasteellista</li> <li>Riskin jakautuminen joukolle</li> <li>Hajauttaminen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yritykseen perehtyminen</li> <li>Hajauttaminen</li> <li>Alentaminen ryhmäsijoituksilla</li> </ul>		
Kampanjan tiedot	<ul style="list-style-type: none"> <li>Keräystavoite</li> <li>Kesto</li> </ul>			
Näkemykset yrittäjistä	<ul style="list-style-type: none"> <li>Koulutus ja kokemus</li> <li>Demografiset tekijät</li> <li>Kommunikaatio</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Suhteen rakentaminen</li> </ul>		
Yritys	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sijainti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kehitysvaihe</li> <li>Toimiala</li> <li>Sijainti</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Sijainti ei rajoita</li> </ul>
Sosiaaliset tekijät	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verkostot (yrittäjän)</li> <li>Muiden sijoittajien käyttäytyminen</li> <li>Kolmansien osapuolien vaikutus</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verkostot (enkelin)</li> <li>Ryhmät</li> <li>Henkilökohtainen suhde yrittäjään</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Muut ihmiset lahjoitus-tilanteessa</li> <li>Verkostot</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kommunikointi</li> <li>Brändiin liittyvät suhteet</li> <li>Ystävien toiminta</li> </ul>
Estävät tekijät	<ul style="list-style-type: none"> <li>Liian korkea valuaatio</li> <li>Korkea riski</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Laadukkaiden kohteiden puute</li> </ul>		

## 4 TUTKIMUKSEN TOTEUTUS

### 4.1 Empiirisen aineiston kerääminen ja analysointi

Aineiston keräämiseen käytettiin puolistrukturoituja teemahaastatteluita. Teemoja etsittiin teoreettisessa viitekehyksessä mainitusta kirjallisuudesta, mutta ne jätettiin melko avoimeksi. Teemarungon (Liite 1) punaisena lankana haastatteluissa toimi aikajana. Janan alkupäässä on ensimmäinen kosketus joukkorahoitustakampanjaan ja lopussa osakkeiden myynti. Osallistumisen eri vaiheiden lisäksi kysyttiin haastateltavan suhdetta panimoalaan. Keskustelun kulku ja ilmiön tarkastelu pyrittiin pitämään mahdollisimman avoimena. Ensimmäisten viiden haastattelun jälkeen teemarunkoa muokattiin. Rungon muuttumiseen vaikutti kerätyn aineiston alustava analyysi, jonka pohjalta palattiin teorian äärelle ja etsittiin uutta näkökulmaa viitekehukseen. Lisäksi muutokseen vaikutti kertynyt kokemus haastatteluista, sillä alkuperäinen runko ja sen herättämät keskustelut eivät paljastaneet kaikkea mitä etukäteen arvioitiin.

Tutkielmaa varten haastateltiin kymmentä sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen osallistunutta henkilöä, jotka olivat sijoittaneet yhteensä viiteen eri panimoon. Ensimmäinen haastattelu toimi esihaastatteluna, ja haastateltavaa pyydettiin osallistumaan tutkimukseen tutkijalla olleen aiemman tiedon perusteella joukkorahoitukseen osallistumisesta. Muutoin haastateltavia etsittiin sosiaalisen median kautta, ja he ilmoittautuivat vapaaehtoisesti mukaan. Haastattelut toteutettiin helmi-, maalisi- ja huhtikuun aikana 2019.

Kymmenestä haastattelusta kahdeksan tehtiin kasvokkain yhteisesti sovitussa paikassa, yksi tehtiin Skypessä ja yksi Whatsapp -puheluna. Haastatteluiden kesto vaihteli kymmenestä minuutista 45:een minuuttiin. Haastattelut yhtä lukuun ottamatta nauhoitettiin. Nauhoitetut haastattelut litteroitiin heti haastattelun jälkeen. Litteroinnin lisäksi haastattelutilanteesta ja haastattelun kulusta tehtiin muistiinpanoja. Teknisistä syistä nauhoittamatta jääneestä haastattelusta tehtiin muistiinpanoja haastattelun aikana, joita täydennettiin heti sen jälkeen.



Aineisto kerättiin henkilöhaastatteluin, yksi haastateltava kerrallaan. Haastateltaville kerrottiin tutkielman aihe etukäteen. Yhdelle haastateltavalle lähetettiin pyynnöstä myös yleiskuva teemarungosta etukäteen. Erityistä huomiota kiinnitettiin siihen, että haastateltaville kerrottiin selkeästi tutkimuksen ja haastatteluprosessin kulusta. Kaikille kerrottiin, että haastattelut nauhoitetaan ja litteroidaan, ja että haastatteluita käsitellään tutkielmassa anonyymisti. Näin pyrittiin varmistamaan, että haastateltavat kokivat voivansa puhua avoimesti. Rahasta puhuminen ja sijoitukset saatetaan kokea arkana ja yksityisenä asiana.

Litteroitua aineistoa jaoteltiin teemarungon avulla ja myös mahdollisia muita esiin nousevia teemoja silmällä pitäen. Ensimmäisessä vaiheessa koodattiin eri värein kaikki maininnat osallistumisen syistä, eli sijoittajan motiiveista, kohteen sisäisistä tekijöistä ja kontekstitekijöistä. Koodatut maininnat kerättiin taulukoksi, jonka avulla niistä pyrittiin tiivistämään yleisempiä termejä. Termejä pyrittiin jaottelemaan luokkiin, esimerkiksi tiimiin ja yritykseen liittyviin syihin. Osallistumisen syytä ilmaisevien tekijöiden lisäksi koodattiin harrastuneisuuteen, vaikuttamiseen osakkaana ja kuluttajana sekä osakkeiden myyntiin liittyvät maininnat. Näiden arveltiin tukevan sijoittamisen syihin liittyviä havaintoja. Maininnat ja muodostetut termit koottiin taulukkoon haastatteluiden ja teemojen suhteen. Tämän jälkeen tarkasteltiin eri teemojen ja luokkien suhdetta toisiinsa. Prosessin aikana haastatteluita kuunneltiin uudestaan tulkintojen oikeellisuuden varmistamiseksi. Haastateltaville myös lähetettiin tiivistetyt muistiinpanot arvioitavaksi väärinymmärrysten välttämiseksi.

## **4.2 Aineiston kuvaus ja tulokset**

### **4.2.1 Aineiston kuvaus**

Haastateltavista kahdeksan oli miehiä ja kaksi naisia. Haastateltavien ikä, koulutustausta ja ammattiryhmät erosivat toisistaan. Heistä kahdeksan asuu Suomessa, yksi Yhdysvalloissa ja yksi Iso-Britanniassa. Kymmenestä haastateltavasta viisi toimii tai on toiminut olutalalla

joko työn tai muun vaikuttamisen kautta. Kaikki alalla toimivat myös harrastavat oluita. Heidän lisäksi neljä ilmoitti harrastavansa oluita ja yksi totesi olevansa kiinnostunut alasta ja juovansa olutta, mutta ei varsinaisesti laskenut itseään olutharrastajaksi. Harrastustaan haastateltavat kuvailivat kiinnostuksena maistella uusia oluita ja etsiä sekä tuoda harvinaisuuksia ravintoloista, matkoilta ja verkkokaupoista, usein puolison tai kavereiden kanssa. Moni myös keitti oluita itse kotona. Oluiden sosiaalinen media Untappd, johon käyttäjät voivat merkitä oluet, joita ovat maistaneet ja antaa niille arvosanan, oli käytössä seitsemällä haastateltavista.

Sijoitetut summat vaihtelivat noin sadasta eurosta tuhansiin. Joukkorahoituksen kautta tehdyt sijoitukset tapahtuivat vuosina 2014 – 2019. Haastateltavista viisi oli kuullut joukkorahoituksesta (johon osallistui) ensimmäisen kerran kaverilta tai perheenjäseneltä. Neljä oli kuullut ensimmäisen kerran sosiaalisen median kautta ja yksi ei muistanut, mistä oli kuullut ensimmäisen kerran. Seuraavassa esitellään aineistossa mukana olevat panimot. Tiedot on kerätty sekä haastatteluista, että panimoiden verkkosivuilta.

Brewdog on panimoista vanhin ja kooltaan suurin. Skotlantilaispanimo on perustettu jo vuonna 2007. Brewdog oli yksi ensimmäisiä panimoita, joka keräsi rahaa panimon laajentamiseen joukkorahoituksella. Panimo nimesi kampanjan ”Equity for Punks”. Osakkaita sillä on yli 97 000. Rahoituskierrroksia panimo on ensimmäisen jälkeen tehnyt useita. Vuonna 2017 sijoitusyhtiö sijoitti Brewdogiin 100 miljoonaa puntaa, ja panimon valuaatioksi tuli 1,2 miljardia puntaa. Vuonna 2017 panimon liikevaihto oli 111,6 miljoonaa puntaa, eli noin 129 miljoonaa euroa (huhtikuun 2019 kurssilla). Brewdogilla on panimo myös Yhdysvalloissa, sekä baareja ympäri maailmaa, myös Helsingissä ja Tampereella. Panimon kasvu on ollut voimakasta. Panimon brändi on edelleen käsityöolut -keskeinen.

Suomessa Tuusulassa sijaitseva Maku Brewing on perustettu 2013. Panimo myy oluita enimmäkseen Suomessa. Liikevaihto vuonna 2017 oli 799 000 euroa. Maku Brewing on myös kasvanut voimakkaasti ja yli kymmenkertaistanut liikevaihtonsa vuodesta 2014, jolloin se oli 77 000 euroa. Panimolla on sijoittajille oma Facebook -ryhmä.

Tamperelainen Pyynikin Käsityöläispanimo oli Suomessa ensimmäisiä panimoita, joka hyödynsi joukkorahoitusta. Tähän hetkeen mennessä se on toteuttanut jo neljä joukkorahoituskierrrosta. Osakkeita on myös splitattu useaan kertaan. Pyynikin

Käsityöläispanimolla on ravintola Tampereella. Liikevaihto vuonna 2017 oli 1 721 000 euroa. Panimolla on sijoittajille oma Facebook -ryhmä.

Sori Brewing -panimo sijaitsee Tallinnassa, mutta emoyhtiö on suomalainen. Yhtiö on tehnyt kaksi joukkorahoitusta, jotka toteutettiin molemmilla kerroilla emoyhtiön kautta Suomessa. Sori Brewing toteutti molemmat joukkorahoitukset ilman alustaa, omilla Internet -sivuillaan. Ensimmäinen joukkorahoituskierrös tehtiin ennen kuin panimoa oli edes fyysisesti olemassa. Panimo oli vasta idean ja liiketoimintasuunnitelman tasolla. Panimolla on ravintola Helsingissä ja Tampereella. Ravintoloita ei ollut vielä joukkorahoituksen toteutuksen aikaan, mutta nykyisin osakkaat saavat niistä etuja.

Verdant Brewing sijaitsee Cornwallissa, Iso-Britanniassa. Panimo on perustettu vuonna 2014. Panimo on kasvanut voimakkaasti, mutta kysyntä on huomattavasti suurempaa kuin tarjonta. Se teki syksyllä 2018 joukkorahoituskierröksen, jossa yrityksen tavoitteena oli kerätä puoli miljoonaa punttaa ja kampanja saavuttikin tavoitesumman kahdessa viikossa. Lopulta panimo keräsi tavoitesumman lähes kolminkertaisesti 2056:lta sijoittajalta, suurimman sijoituksen ollessa yli 200 000 punttaa.

Panimoista neljä on siis profiililtaan samantyyppisiä. Ne ovat aloittaneet melko samaan aikaan ja ovat hakeneet rahoitusta kasvaakseen. Brewdog eroaa muista kohteista, sillä se on perustettu huomattavasti aikaisemmin, ja on kooltaan huomattavasti suurempi. Taulukossa 2 on esitetty panimot ja joukkorahoituskampanjat, joihin sijoitukset kohdistuivat, sekä kuinka monta haastattelua kuhunkin panimoon liittyy.

Taulukko 2: Aineistossa mukana olevat panimot ja joukkorahoituskampanjat.

Haastattelut	Panimo	Osakeanti	Osakkeen hinta	Kerätty summa
4	Sori Brewing	1/2014 - 4/2014	20 eur/B osake	0.5 milj. €
		9/2015 - 1/2016	33 eur/B osake	0.5 milj. €
2	Pyynikin Käsityöläispanimo	2012	120 eur	
		9/2018 - 10/2018	100 eur/B osake	1 milj. €
2	Brewdog	9/2018	95 punttaa/ B osake	26 milj. £
1	Verdant Brewing	11/2018 - 2/2019	10 punttaa/b osake	1.35 milj. £
1	Maku Brewing	12/2016 - 3/2017	110 eur/b osake	0.3 milj. €

Taulukosta nähdään, että on suuria eroja siinä, millä summalla panimon osakkaaksi on päässyt. Verdantin osakkaaksi on päässyt vain 10 punnalla (noin 11,50 euroa huhtikuussa 2019), kun taas Sori Brewingin osakkaaksi päästäkseen oli minimisijoitus noin 500 euroa. Brewdogin, Maku Brewingin sekä Pyynikin Käsityöläispanimon osakkaaksi on päässyt noin 80-110 eurolla.

Panimoista kaikki tarjosivat jonkinlaisia etuja sijoittajille. Suuremmalla sijoituksella sai enemmän etuja. Edut sisälsivät alennuksia oluista panimolta tai verkkokaupasta ostettuna, alennuksia panimon baarista tai ravintolasta sekä tapahtumia, kuten mahdollisuuksia panimokierrokseen tai juhliin panimolla. Etu saattoi olla myös aikaisempi pääsy tapahtumiin tai mahdollisuus maistaa uusia tai harvinaisia oluita ensin. Verdant Brewing esimerkiksi tarjoaa -10% ravintolan loppulaskusta ja alennusta panimolta ostetuista tuotteista. Sori Brewing ja Pyynikki järjestävät osakkaille tapahtumia ja niin ikään antavat osakkaille alennusta baareissaan. Brewdogilla osakkaat pääsevät muita aiemmin tapahtumiin ja maistamaan uusia tuotteita, ja saavat alennusta yrityksen omasta oluen verkkokaupasta sekä baareista.

Kuten aiemmin todettiin, aineistoa analysoitiin teemarungon (Liite 1) avulla ja tutkimuskysymykset mielessä pitäen. Teemarunko oli rakennettu ajan suhteen lineaarisesti, edeten haastateltavan taustasta joukkorahoituskampanjasta kuulemiseen, sijoitukseen ja mahdolliseen osakkeiden myyntiin. Luonnollisesti keskustelut haastateltavien kanssa polveilivat eri tavoin ja eri haastateltavien kanssa teemoja käsiteltiin eri laajuudessa. Teemat, joiden perusteella aineistoa luokiteltiin, ja mitä ne pitivät sisällään, on koottu taulukkoon 3. Teemarungon lisäksi omaksi teemakseen nousi aineistosta sijainti.

Taulukko 3. Teemat aineiston analysoinnissa

<b>Teemat</b>	<b>Mitä teema pitää sisällään</b>
Harrastuneisuus	Harrastaako oluita?
Sidokset	Olivatko panimoyrittäjät ennestään tuttuja? Onko jokin sidos olutalaan muuten?
Kohde	Mistä kuuli nimenomaisesta joukkorahoituskampanjasta? Oliko suunnitellut sijoittavansa johonkin vastaavaan jo aiemmin?
Miksi	
Miksi sijoitti?	Motiivit sijoitukselle
Miksi tämä panimo?	Sijoitukseen vaikuttaneet kohteeseen liittyvät tekijät
Vaikuttaminen	
Sijoittajana	Käykö yhtiökokouksissa? Miten kokee mahdollisuuden (tai sen puutteen) vaikuttaa?
Kuluttajana	Vaikuttaako omaan ostokäyttäytymiseen? Entä suositteleeko muille baarissa tai somessa?
Osakkeiden myynti	Onko harkinnut osakkeiden myymistä? Millaisella aikavälillä? Entä jos panimo myytäisiin? Onko jokin tuotto-odotus?
Onko muita osakkeita?	Onko muuta sijoituskokemusta?
Yhteisöllisyys	Sijoittiko ystävän kanssa? Suositteliko ystäville sijoittamista? Käykö tapahtumissa?
Sijainti	Vaikutus etujen hyödyntämiseen, Panimon sijainti

Aineistoa analysoitaessa haastateltavien mainitsemat syyt sijoitukselle jaoteltiin sen mukaan, liittyivätkö ne siihen, mitä sijoittaja saa vastineeksi sijoituksesta vai sijoituksen kohteen ja osittain myös sijoittajan piirteisiin. Ensimmäisen luokan syyt ovat siis sijoittajan motiiveja sijoitukselle ja liittyvät sijoittajan saamaan etuun sekä tarpeisiin ja mielenkiinnonkohteisiin. Toisen luokan syyt ovat syitä sijoittaa juuri tiettyyn kohteeseen ja ne liittyvät sijoituskohteen piirteisiin. Esimerkiksi halu nähdä pienpanimon toimintaa sisäpiiristä ja saadut edut luokiteltiin syihin sijoittaa, kun taas tuotteen laatu ja usko yrityksen tiimiin luokiteltiin syihin sijoittaa kyseiseen kohteeseen. Haastatteluissa esiin nousseet motiivit pelkistettiin

tiivimmiksi ilmaisuiksi. Löytyneet syyt sijoittamiselle ja niistä muodostetut luokat on kerätty taulukkoon 4.

Haastateltavat mainitsivat yhteensä kymmenen syytä sijoittaa joukkorahoitukseen. Yksi haastateltava saattoi mainita useampia syitä. Syyt pelkistettiin neljään ryhmään: tuotto tai vastike (aineellinen ja rahallinen), tuki, sosiaaliset syyt ja kiinnostus. Kun aineistoa tarkasteltiin siitä näkökulmasta, mikä oli kellekin haastateltavalle tärkein syy osallistua, oli se kahdelle taloudellisista syistä sijoittaneelle haastateltavalle tuotto pääomalle. Yksi haastateltava nimesi tärkeimmäksi syyksi kiinnostuksen joukkorahoitusta kohtaan sijoitusmuotona, jota halusi kokeilla. Viisi haastateltavista nimesi tuen yrittäjille tai olutkulttuurille tärkeimmäksi. Kahdelle tuen ohella mahdollisuus olla mukana pienpanimon toiminnassa oli tärkeä syy. Yksi haastateltavista myös totesi ensimmäisen sijoitukseen olleen tukitoimi, ja toisen (samaan panimoon tehdyn) sijoituksen tavoitteena olevan tuotto pääomalle.

Taulukko 4: Motiivit joukkorahoitukseen osallistumiselle

Tuotto tai vastike	Tuki	Sosiaaliset syyt	Kiinnostus
Tuotto pääomalle	Yrittäjälle	Yhteisöllisyys	Sijoitusmuodon kokeilu
Aineellinen tai rahallinen (edut)	Olutkulttuurille	Osallistuminen	Toimiala
	Kannatus		Elämyksellisyys

Tuotto tai vastike -luokan motiivit liittyvät sijoittajan saamaan taloudelliseen etuun tai tuottoon. Pääoman arvonnousun ja tuoton lisäksi mainittiin myös säästämiseen ja veroetuihin liittyvät motiivit. Samassa luokassa ovat muutkin puhtaasti rahanarvoiset edut, kuten alennukset ravintoloista ja verkkokaupasta. ”Osinkoja oluen muodossa on tullut paljon”, heitti eräs sijoittaja.

Tuki käsittää sekä halun tukea yrittäjää, että halun tukea jotakin itselle tärkeää. ”-- halua tukea sitä vaik se onki kohtuullisen iso, mutta toisaalta ite arvostaa sitä mitä ne tekee oluen alalla --”, totesi Brewdogin sijoittaja. Sori Brewingin osakas taas kuvaili motiivejaan sijoittaa

kavereidensa perustamaan panimoon seuraavasti: ”Tuottoa en hirveest uskonu näkeväni enkä oikeestaa uskonu että olis näinkään hienoon lentoon Sori Brewing lähteny, se oli niinkun harrastustoiminnan tukemiseksi.”

Sosiaaliset syyt -luokkaan jaoteltiin yhteisöllisyyteen ja osallistumiseen liittyvät motiivit. Useampi haastateltava koki saavansa yhteisöllisyyden tunnetta sijoittamisesta. Yksi haastateltava kuvaili tunnetta mukaan kuulumiseksi tiettyyn porukkaan, toinen yhteisöllisyydeksi samaan tapaan kuin jalkapallojoukkueen kannattaminen. Osalle haastateltavista merkitsi siis kuuluminen panimon omistajien joukkoon. Muutama haastateltava mainitsi myös sijoittamisen ja tuotteiden maistamisen kavereiden kanssa. Heille sijoitus oli yhdessä tekemistä myös jo olemassa olevien kavereiden kanssa. Kaikki haastateltavat mainitsivat yhden tai useamman sosiaalisten syiden luokkaan kuuluvan tekijän, paitsi taloudellisista syistä sijoittaneet.

Neljäs luokka muodostui henkilökohtaisista mielenkiinnon kohteista. Toimialana olut ja pienpanimon toiminnan näkeminen lähipiiristä oli monelle tärkeä syy sijoitukselle. ”He lupas sen mitä sieltä oltiin hakemassa. -- Lupaus oli päästä sisäpiiristä seuraamaan mitä pienpanimo tekee” totesi Sori Brewingin osakas. Kiinnostuksen kohteet vaihtelivat numeroista ja oluen tekemisestä hauskuuteen, kuten eräs Sorin osakas totesi: ”Se elämyksellinen puoli tietyllä tapaa kiinnosti siinä. Tavallaan oli sellanen fiilis et täst tulee ihan hauskaa.”

Lisäksi muutama sijoittaja mainitsi joukkorahoituksen kokeilemisen sijoitusmuotona ja prosessin paremman ymmärtämisen syynä sijoitukselle. ”Pääsyy oli ehkä ihan vaan huvikseen kiinnostuksesta. Ehkä jos ite tulee myöhemmin oleen jossain panimossa mukana et mitä sit kannattaa tehdä ja miten se joukkorahotus kannattaa tehdä” kuvaili Maku Brewingin sijoittaja. Toinen, kokenut sijoittaja kuvaili sijoituksen panimoon olevan hauska ja mielenkiintoinen tapa kokeilla joukkorahoitusta.

Tutkimuksessa oli mukana myös haastateltavia, joille yrittäjät olivat entuudestaan tuttuja. Yksi heistä totesi, että tuttuus ei oikeastaan vaikuttanut, eikä ollut syy sijoitukselle. Toinen kertoi tuntevansa yrittäjät ja uskovansa heidän visioonsa. Hänen mukaansa sekä aiempi tieto että kampanjan materiaalit vakuuttivat. Kaksi muuta haastatelluista oli yrittäjien hyviä ystäviä jo ajalta ennen joukkorahoitusta. He korostivat etenkin aiempaa tiimin tuntemusta ja uskoa tiimin kykyihin sijoitukseen vaikuttavina tekijöinä. Molemmat olivat seuranneet

tiivisti panimon toiminnan käynnistämisvaihetta. Yrittäjien tukeminen oli myös molemmille yksi syy.

Motiiveissa oli kuitenkin myös eroja. Toinen korosti vahvaa tunnesidosta panimoon ja omaa halua osallistua jo heti alusta asti: ”Sit ku se ensimmäinen joukkorahoituskierrros tuli, niin totta kai tuli sellanen et tottakai mä tähän lähen mukaan, ei siihen sen kummempaa järkeilyä vaadittu. Siihen oli tietyllä tapaa tunnetasolla jo sitoutunut mukaan siihen hommaan.” Haastatelluista ystävistä toinen puhui lähipiirin vaikutuksesta ja kuinka sijoittaminen panimoon oli ikään kuin yhteinen aktiviteetti: ”Kyl me siihen porukalla vähä siihen lähdettiin tekemään ja ku useempi kaveri sijoitti. - - Ni sitte oli jo heti valmis porukkaki kenen kanssa tulee muutenki juotua olutta, ja kenen kanssa lähtee Tallinnaan käymään panimolla.” Toiselle haastateltavalle siis henkilökohtainen sitoutuminen ja halu osallistua oli motiivi, kun toiseen vaikutti enemmän lähipiirin toiminta ja yhdessä osallistuminen.

Haastatteluissa kävi myös ilmi, että jo ennen panimon perustamista ystäviä olleet henkilöt olivat vahvasti sitoutuneita juuri Sori Brewingiin. Molemmat olivat seuranneet alaa ja pohtineet myös muita panimoita, mutta kun yrittäjät eivät olleet tuttuja, olivat odotukset sijoitusta kohtaan myös erilaiset. Kummallakaan ei ollut erityisen vahvaa uskoa muihin suomalaisiin pienpanimoihin, mutta sijoitukselta tuntemattomaan yritykseen odotettiin jo enemmän tuottoa ja varmempia tulevaisuudennäkymiä.

Taulukko 5: Sijoituskohteen valintaan vaikuttavat tekijät

Laatu	Yrittäjät	Yritys	Sijoittaja ja konteksti
Tuote tai palvelu	Usko yrittäjiin	Yrityksen jo antamat näytöt	Arvot kohtaavat
Kampanjan valmistelu	Aiempi yrittäjien tuntemus	Alhaiseksi koettu riski	Tuntui omalta
		Helppo joukkorahoituskohde	Hyvä meininki
		Sijainti	Käsityöläisyys
			Markkinatilanne

Sijoituskohteen valintaan vaikuttavat tekijät eli kohteen piirteet ja sijoittajaan ja kontekstiin liittyvät tekijät, on koottu taulukkoon 5. Tekijät pelkistettiin tiiviimmiksi ilmaisuiksi, jotka



koottiin yhteen ja jaettiin neljään luokkaan, jotka olivat tiimi, yritys ja laatu kohteeseen liittyen, sekä sijoittajaan itseensä liittyvät tekijät, esimerkiksi että kohde heijasti omia arvoja.

Tuotteen laatu oli haastateltaville tärkeää. Hyvä tuote oli eräälle haastateltavalle jopa tärkein syy lähteä mukaan: ”Tässä tapauksessa se yks tuote oli se tavallaa ratkaseva et tätä mä haluan tukee.” Sama haastateltava totesi, että jos hän sijoittaisi johonkin toiseen pienpanimoon, niin silloinkin tuotteen on oltava hyvä, vaikka muut tekijät, kuten sijainti kotiseudulla, olisivat kunnossa. Vastavuoroisesti, tuotteen riittämätön laatu oli este sijoitukselle. Haastateltava totesi, että jätti toisen panimon joukkorahoituksen väliin, koska tuote ei ollut hyvä. Kuitenkin, kaikki oluet eivät kaikkia voi miellyttää, ja yleisesti haastateltavat hyväksyivät sen, että he eivät pidä kaikista panimon oluista. ”Kyl sit aina itellä ehkä palautuu se usko ku sielt tulee joku uus loistava stoutti tai jotai vastaavaa”, kuvasi Brewdogin osakas tuntemuksiaan panimon suuren volyymin tuotteista.

Toinen laatuun liittyvä tekijä oli kampanjan valmistelu. Sijoittajat arvostivat hyvin tehtyjä materiaaleja sekä hyvää ja vakuuttavaa esiintymistä. Taloudellisista syistä Sori Brewingin sijoittajaksi lähtenyt osakas arvioi liiketoimintasuunnitelman olleen hyvä ja yksityiskohtainen, varsinkin siihen nähden, että panimo oli vasta alkuvaiheessa. ”-- herrat oli tehny ne laskelmat ja esitteli ne vakuuttavasti”, totesi toinen saman panimon osakas. Sijoittajat siis kiinnittivät huomiota kampanjan laatuun ja valmistelun huoleellisuuteen.

Usko yrittäjien osaamiseen ja taitoihin oli yksi sijoituspäätökseen vaikuttanut tekijä. ”Mikä tietysti oli se syy miksi lähdin tähän mukaan koska tiesin että Pyry osaa myydä ja Heikki osaa tehdä olutta”, kertoi yksi Sori Brewingin osakas. Eräs toinen haastateltava kuvasi lähteneensä Verdantin sijoittajaksi koska luotti panimon yrittäjiin sekä heidän visioonsa ja tekemiseensä. Yrittäjiin liittyen sijoittajat myös arvostivat tarinallisuutta ja hyvää viestintää. Yksi haastateltava totesi: ”Sit siinä ehkä niinkun tukevana oli tietysti ehkä se stoori mitä jätkät rakensi siinä että siit tulee oikeesti vähän erilaista mitä vaan tämmöst niinku kylmää profit sijoittamista”. Verdantin sijoittaja puolestaan nosti esiin panimon avoimen ja aktiivisen viestinnän siitä, miten joukkorahoituskampanja etenee, mihin rahat käytetään ja mitä seuraavaksi tapahtuu. Tieto siitä, että rahoja ei ole vain heitetty johonkin, toi sijoittajan mukaan turvallisuuden tunnetta.

Yrityksen menestys ja aiemmat näytöt vaikuttivat positiivisesti sijoituksen tekemiseen. Sori Brewingin osakas totesi, että ensimmäisen joukkorahoituskampanjan aikaan ei varsinaisia tuotto-odotuksia ollut, mutta panimon toiminnan päästyä käyntiin toisen kierroksen kohdalla tilanne oli muuttunut: ”Et ehkä se sit toisen rahoituskierroksen osalta tilanne oli vähän toisen näköinen. Sillon alko olla jo vähän jotain evidenssiä et kyllä ne jätkät tän hoitaa, ihan niinku kylmää lukua pöydässä–”. Samoin Pyynikin Käsityöläispanimon sijoittaja totesi näkemyksensä ja sijoituksen motiivien muuttuneen menestyksen ja lupaavan kasvun myötä: ”Mä myönnän avoimesti, ne mitä mä oon sen jälkeen sijottanu lisää; -- Niitten odotusarvo on sitten just tän Lidlin diilin takia erilainen. Ne ei oo ollu enää sit tukitoimia”. Haastatellun Verdantin sijoittajan mukaan on panimon oluille niin suuri kysyntä, että olut on jatkuvasti loppu, eikä sitä riitä vientiin asti. Sitä kautta myös hyvä markkinatilanne tekijänä tuli esiin; vahva paikallinen kysyntä Iso-Britanniassa toi luottamusta tulevaisuuden näkymiin.

Sijainti oli merkityksellinen etujen hyödyntämisen, toiminnan valvomisen, kilpailun ja tunnesiteen näkökulmasta. Usea haastateltava viittasi siihen, että panimoiden eduista on hyötyjä lähinnä niille, jotka asuvat lähellä. Esimerkiksi yleinen panimoiden sijoittajilleen tarjoama etu oli alennus ravintolan loppulaskusta, jonka pystyy hyödyntämään vain ravintolassa käydessä. Kaksi haastateltavaa totesi, että etäisyyden takia etuja ei tule käytettyä. Osa haastateltavista oli erityisen tyytyväisiä siihen, että voivat käydä panimon ravintolassa tai baarissa ja olla ikään kuin jatkuvasti mukana sitä kautta.

Sijainti vaikutti päätöksentekoon myös sitä kautta, että haastateltava suunnitteli sijoittavansa synnyinseudullaan toiminnan aloittaneeseen panimoon. Yksi haastateltava myös viittasi sijaintiin kilpailullisena tekijänä. Sori Brewingin sijainti Tallinnassa hänen mukaansa oli yksi sijoituksen tekemisen perusteista, koska se on ratkaiseva kilpailutekijä. Toinen Sorin sijoittaja koki, että panimoa ja sen toimintaa on sijoittajana melko helppo seurata sosiaalisten medioiden ja sijoittajaviestinnän kautta. Sijoittaja itse asuu Yhdysvalloissa, joten etäisyys on suuri ja aikavyöhykekin merkittävästi eri. Sama sijoittaja totesi, että jos olisi sijoittanut hyvinkin vakavissaan ja johonkin erittäin riskialttiiseen, olisi mannertenvälinen etäisyys este.

Sijoitus panimoon joukkorahoituksen kautta mainittiin myös verrattain vähäriskisenä joukkorahoituskohteena, verrattuna esimerkiksi lääkkeiden kehittämiseen. Haastateltava totesi panimotoiminnan käynnistämisen olevan siinä mielessä helppoa, että

operointikustannukset ovat kohtuullisen alhaiset ja toimivan reseptin voi löytää nopeastikin. Panimo koettiin myös helppona tapana kokeilla joukkorahoitusta rahoitusvälineenä, koska tuote on tuttu ja helppotajuinen.

Laadun, yrittäjien ja yrityskohtaisten tekijöiden lisäksi mainitsivat haastateltavat joukon tekijöitä, jotka ovat muita tekijöitä subjektiivisempia. Usealle haastateltavalle oli tärkeää se, että omat ja panimon arvot kohtaavat. ”Ehkä tos oli se et tuote miellyttää niinku ja sit se sijotuspaketti mut enite se et halua sijottaa sellasee minkä takana ite on”, arvioi Brewdogiin sijoittanut haastateltava. Yrityksestä pitäminen oli myös mainittu sijoitusperuste. Muutamakin sijoittaja myös totesi, että joukkorahoituskampanja yksinkertaisesti tuli sopivaan aikaan, jolloin rahaa sattui olemaan tai tietoisuus ja mielenkiinto aihetta kohtaan oli oikealla tasolla.

Motiivien ja sijoituskohteen valintaan liittyvien tekijöiden lisäksi nousi aineistosta niitä tukevia teemoja. Vaikuttaminen yrityksen toimintaan sijoittajana ja toisaalta kuluttajana ja osakkeiden myynti sekä näiden kautta sitoutuneisuus panimoon täydentävät motiiveista käytyä keskustelua. Sijoitukseen liittyvät sosiaaliset suhteet ja yhteisöllisyys tulivat myös esiin. Seuraavassa tarkastellaan haastateltavien vastauksia niihin liittyen.

Kaikki panimot laskivat liikkeelle B-sarjan osakkeita, joilla ei käytännössä ollut äänivaltaa. Haastatelluista kaikki olivat tyytyväisiä tilanteeseen. Monet myös kokivat, että vaikka niin sanotuilla pienosakkailla ei ole varsinaista äänivaltaa, on heillä kuitenkin mahdollisuus saada äänensä kuuluviin ja antaa ehdotuksensa yrittäjille. Ylipäättään kaikki olivat tyytyväisiä panimon menestykseen haastatteluun mennessä. Yksi haastateltava totesikin, että ”Kun firmalla menee hyvin on soraääniä vähän”. Sijoittajat uskoivat yrittäjien visioon ja olivat sijoittaneet siihen. Yleinen näkemys oli, että yrittäjät ovat parhaiten informoituja ja tekevät päätökset parhaan tietonsa mukaan.

Panimon seuraaminen julkisten kanavien, kuten sosiaalisen median, sekä sijoittajakanavien, kuten sähköpostilistojen, Facebook -ryhmien ja yhtiökokousten kautta oli kuitenkin kaikille tärkeää. ”On vähän niinku omistaja saa vähän erilaista tietoo ku kuluttaja. Se on yks semonnen et se antaa itelle vähän perspektiiviä siitä alasta” selitti Pyynikin sijoittaja. Makun sijoittaja kuvaili kokemustaan panimon Facebook -ryhmästä: ” Et se tuli just sit yllätyksenä et niil on sellanen facebook ryhmä mis kerrotaan kuulumisia että tavallaan se on ehkä sitte

ollu se mitä siitä sitte on saanu irti”. Tuottoja havittelevat sijoittajat olivat myös tyytyväisiä sijoituskohteen seuraamisen helppouteen sosiaalisen median ja sijoittajien viestikanavien avulla.

Haastateltavista moni oli ostanut tai harkinnut ostavansa lisää saman panimon osakkeita, joko saman osakeannin aikana tai seuraavassa annissa. Osakkeiden myymisen osalta haastateltavat jakautuvat kolmeen ryhmään. Tuottoa havittelevat sijoittajat luonnollisesti ovat valmiita myymään, jos tuotto on hyvä. Kiire tosin ei ole. Soriin sijoittanut henkilö kuvaili strategiaansa siten, että ” -- se sijoitus minkä mä yhtiöön teen, niin se tulee olemaan siellä vuosia, ettei oo mikää muutaman vuoden pikavoitto. Et sanotaa et ennemmin kymmenen, viiden, viidentoista vuoden aikajänteellä”. Toinen ryhmä ehdottomasti ei halua myydä osakkeitaan ollenkaan, ainakaan kaikkia. ”Mut ei se rahallinen arvo oo ikinä ollu se juttu mitä on ollu, kyllä sille varmaa hinta löytys, että kuinka paljon niistä sitte saisi maksaa, että siihen lähtis, mutta ei ees sadan prosentin voitolla ni välttämättä lähtis, vaikka se mahdollisuus oliski”, linjasi toinen Sorin sijoittaja. Kolmannessa ryhmässä olivat ne, jotka eivät olleet ajatelleet asiaa, eivätkä myöskään kysyttäessä ottaneet erityistä kantaa.

Kukaan vastanneista ei nimennyt selkeää tuotto-odotusta. Tyypillinen vastaus oli ”kunhan omat saisi takaisin ja jotain päälle”, myös taloudellisista syistä sijoittaneiden keskuudessa. Toisaalta moni uskoi voivansa myydä osakkeensa vähintään hankintahintaan halutessaan ja mahdollisesti saavansa lisäksi jotain tuottoa. Useampi haastateltava koki saavansa vastiketta sijoitukselleen osallisuudesta eli mahdollisuudesta nähdä ja kuulla panimon toimintaa. Lisäksi aineelliset ja rahalliset edut, kuten alennukset oluista, koettiin vastineeksi sijoitetulle rahalle. Toisaalta muutama haastateltava totesi, ettei hyödynnä etuja lainkaan ja osalla ei ollut mahdollisuutta, koska he eivät asuneet panimon ravintolan lähellä.

Osakkeenomistajuus vaikutti osalla haastateltavista sitouttavasti ostokäyttäytymiseen, ja osalla ei ollenkaan. ”-- kyl se sitouttaa ku se tekee yhteenkuuluvuuden tunteen tosi voimakkaasti. Ni sit se tekee sellasen et halua mennä sinne [Brewdog -baariin]”, sanoi yksi haastateltava. Toinen tuumasi: ”Totta kai se vaikuttaa. Ja sitte tulee kavereita se että no nyt [haastateltava] saa tosta tuottoa.” Kolmas pohti sijoituksen vaikuttaneen vähän yllättäenkin: ”Et vaik mä tavallaa ostin sen vaan läpällä koko jutun ni kumminki ehkä vähän sit muuttanu

omaa suhtautumista positiivisempaa suuntaan. Et kyl se varmaa silleen panimolle oikeesti on niinku sitouttava; sitouttaa ison joukon ihmisiä silleen tukijoukoiks.”

Pyynikkiin sijoittanut haastateltava kuvaili havaitsemaansa sitoutumista ”--et Pyynikilläkin on niit osakkaita ni muutama tuhat varmaa ni tosiaa ku sitä heidän Facebook -ryhmää kun seuraa ni kylhän siel on suurimmalla osalla vahva sellanen ”minun panimo” -leima.” Sorin sijoittaja oli huomannut saman: ” Jotenkin niinku näissä tapahtumissa ja tilaisuuksissa aistii sen että kyllä ne ihmiset on tietyllä tapaa emotiotasolla siinä mukana. Emmä usko et se on pelkästään et raha ja tuotto, mikä ajaa ihmisille sitä, vaan et tulee hyvä fiilis siitä et näkee sen pullon lähikaupassa tai ehkä jossain olutravintolan jääkaapissa tai hanassa.”

Usea haastateltava oli saanut suosituksen osallistua kaveriltaan, tai suositellut projektia itse eteenpäin kavereilleen. Osa oli myös osallistunut nimenomaan kavereiden kanssa. Osa panimoista myös antoi etuja niille, jotka suosittelevat sijoittamista kavereilleen: ” Aika moni kaveriki lähti sit samal mukaa, et mä pääsin Suomen suosittelijalistois top viitee että mä sain jotain bonareit sit.” Verdant -panimoon sijoittanut haastateltava totesi osallistuneensa ihan itsekseen, mutta tuntevansa ainakin kymmenen henkilöä, jotka myös osallistuivat. Yhtiökokouksessa ja muissa tapahtumissa sijoittajat ovat myös tutustuneet toisiinsa ja yrittäjiin. ”Jostain henkilöstötapaamisista ja tälläistä, oluttaapahtuma SOPP:ssa Tampereella paiskattu kättä ja jopa facebook kavereita pari sieltä on tullu silleen että ollaan ihan avoimesti”, kuvaili yksi sijoittaja tutustumista. Muutama muukin haastateltava totesi, että vuosien mittaan tutustuu, kun samoja ihmisiä näkee yhtiökokouksissa ja oluttaapahtumissa.

Joukkorahoituskampanjan eri vaiheet nousivat esiin paikoitellen keskusteluissa haastateltavien kanssa. Yksi haastateltava totesi tehneensä sijoituksen melko spontaanisti kampanjan viimeisenä iltana, kun tavoite oli jo täynnä. Toinen kertoi olleensa Pyynikin Käsityöläispanimon sadan ensimmäisen sijoittajan joukossa. Eräs haastateltava seurasi kyllä kampanjan etenemistä, mutta totesi että sillä ei sinänsä ollut merkitystä, koska oma päätös oli jo tehty.

#### 4.2.2 Tutkielman tulokset

Empiirisessä osuudessa aineistosta löydettiin kymmenen motiivia sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen osallistumiselle. Motiivit jaettiin neljään kategoriaan: tuotto tai vastike, tuki, sosiaaliset syyt ja kiinnostus. Tuotto pääomalle oli odotetusti mukana. Sijoittajia motivoi potentiaalinen tuotto, joka voi olla korkeakin, koska yritykset, jotka hakevat rahoitusta joukkorahoituksella, ovat korkeariskisiä. (Estrin ym. 2018, 433; Ordanini ym. 2011, 456; Cholakova & Clarysse 2015, 159.) Molemmat haastateltavat, jotka mainitsivat taloudelliset syyt, olivat optimistisia, että tuotto voi olla korkeakin. Selkeää määriteltä tuotto-odotusta heillä ei ollut. Sijoituksen aikajänne oli molemmilla pitkä, yli 5 vuotta.

Palkinnot jaoteltiin analyysissa pääomalle odotetun tuoton kanssa samaan luokkaan, koska ne ovat ainakin jossain määrin mitattavaa vastiketta rahalle. Aineistossa mukana olleissa panimoissa palkinnot olivat alennuksia, tuotteita tai kokemuksia, kuten tapahtumia panimolla. Aiemmasta kirjallisuudesta löytyi hyvin vähän viittauksia tilanteeseen, jossa osakkeiden lisäksi sijoittajat saavat myös palkintoja, vaikka todettiin, että joukkorahoituksen muodot voivat esiintyä yhtä aikaa (Cholakova & Clarysse 2015). Moni sijoittaja oli motivoitunut palkinnoista ja ilmaisi niitä käyttävänsä. Palkinnot nähtiin suorimpana varsinaisena hyötynä osakkuudesta. ”Oikeestaan niinkun parhaiten Sori palvelee niitä, jotka asuvat niiden ravintoloiden lähellä. Koska siellä ne saa sitte niinku omistajat saa omat alennuksensa --. Ja sitten kaikki nää panimovierailut on myös äärimmäisen arvokkaita niinku rahaa, tai hyviä kokemuksia hyvällä porukalla”, selitti Sori Brewingin sijoittaja etujen merkitystä.

Tuki oli monelle haastateltavalle tärkein motiivi. Moni halusi tukea yrittäjää, koska tuote tai idea oli hyvä, tai koska tunsivat heidät ennestään. Toinen motiivi tukemiselle oli panimon luoma lämminhenkinen baarikulttuuri, jolle haastateltava halusi antaa kannatuksensa. Yksi haastateltava totesi ostaneensa osakkeen kannatuksen vuoksi, samaan tapaan kuin ostaisi vaikka bändin t-paidan. Halu tukea jotakin voidaan nähdä altruistisena motiivina, ja siihen liittyy usein vahva henkilökohtainen side. Se voidaan myös nähdä sijoittajan haluna viestiä kuuluvansa tiettyyn ryhmään tai yhteisöön. (Gerber & Hui 2013; 24; Ordanini ym. 2011, 461)

Aineistossa yhteisöllisyys ja osallistuminen muodostivat luokan sosiaaliset motiivit. Osallistuminen motiivina erosi yhteisöllisyydestä siten, että se viittasi enemmän sijoittajan itsensä aktiiviseen toimimiseen ja mukaan lähtemiseen kuin yhteenkuuluvuuteen. Moni haastateltava mainitsi sanan yhteisöllisyys. Siihen viitattiin suoraan haluna kuulua mukaan johonkin yhteisöön sijoittamisen kautta, mutta myös sijoittaminen ystävien kanssa nähtiin yhteisöllisenä kokemuksena ja kuulumisena. Gerberin ja Huin (2013, 24; kts. myös Ordanini ym. 2011, 456) mukaan joukkorahoitukseen osallistuminen voi olla voimakas, inhimillistä yhteenkuulumisen tarvetta toteuttava kokemus. Moni haastateltava kertoi myös maistelewansa oluita muutenkin yhdessä ystävien tai puolison kanssa. Kuluttamisen kokemuksen jakaminen, yhteisen kiinnostuksen tunteminen brändiä kohtaan sekä yhteinen toiminta kuten sijoittaminen, vaikuttaa sosiaalisen identiteetin rakentumiseen ja entisestään vahvistaa mainittuja siteitä (Bagozzi & Dholakia 2006).

Panimot mahdollistavat yhteydenpitoa luomalla osakkaille tarkoitettuja sosiaalisen median ryhmiä ja järjestämällä tapahtumia. Useampi sijoittaja mainitsi tätä kautta tutustuneensa uusiin ihmisiin, joita tapaa etenkin oluttapahtumissa. Sosiaaliset suhteet, jotka syntyvät brändiin tai tuotteeseen liittyvissä tapahtumissa, vahvistavat sitoutumista brändiin ja saattavat myös estää sen hylkäämisen. (McAlexander ym. 2002) Osa panimoista on tietoisesti joko vahvistanut tai vetäytynyt yhteisöllisyydestä joukkorahoituskampanjan yhteydessä. Brewdog esimerkiksi joukkorahoituskampanjansa sivuilla on listannut aiempien sijoittajien kokemuksia ihmisten tapaamisesta ja yhteisöllisyydestä. Jotain ilmiön yleisyydestä panimoalalla kertoo se, että Verdant joukkorahoituskampanjansa yhteydessä erikseen ilmoitti, että tarkoituksena ei ole luoda sijoittajayhteisöä tai muuta yhteistoimintaa, vaan puhtaasti kerätä varoja.

Analyysivaiheessa omaksi ryhmäkseen jaoteltiin sijoittajien kiinnostuksen kohteisiin liittyvät motivaatiotekijät. Kiinnostus toimialaa kohtaan ilmeni siten, että moni kertoi haluavansa nähdä, miten pienpanimoa pyöritetään ja miten olutta tehdään. Toimiala motiivina oli esillä myös teoreettisessa viitekehyksessä kiinnostuksen kohteena, mutta enkelisijoittajilla se liittyi myös sijoittajan omaan osaamiseen (Estrin ym. 2018, 434; Mason & Harrison 2002, 276). Aineistossa kukaan ei kuitenkaan maininnut, että sijoittaisi, koska toimialasta on jo kokemusta. Enemminkin olutharrastajat sijoittivat päästäkseen oppimaan

toimialasta. Toinen kiinnostuksen kohde oli joukkorahoituksen kokeileminen sijoitusmuotona, mikä esiintyi myös teoriaosuudessa yhtenä motiivina. (Ordanini ym. 2011, 455)

Joitakin motiiveja käsiteltiin lähdekirjallisuudessa, joita aineistossa ei mainittu. Tämä voi johtua siitä, että haastateltavia oli vain kymmenen, ja jos tarpeeksi haastattelisi, tulisivat nämäkin esiin. Tunnustuksen saaminen (Bretschneider & Leimeister 2017, 256) saattaa olla motiivi, jota sijoittajat eivät helposti mainitse haastattelutilanteessa. On myös mahdollista, että kukaan ei tavoitellut sijoituksellaan tunnustusta muilta ihmisiltä, vaan identiteetin rakentamiseen liittyvät motiivit liittyivät enemmän yhteenkuuluvuuteen. Projektin mahdollistaminen sekä auttaminen (Bretschneider & Leimeister 2017, 256; Gerber & Hui 2013) ovat samantyyppisiä motiiveja kuin yrittäjän tai aatteen tukeminen. Haastateltavat käyttivät kuitenkin nimenomaan termiä tuki puhuessaan aiheesta. Auttaminen ei ehkä ollut sopiva käsite, koska kaikki kohteet olivat yrityksiä, eivätkä markkinoineet sijoituksen tekemistä yleishyödyllisenä tai hyväntekeemisenä. Projektin mahdollistaminen ei ehkä ollut näkökulma, jos sijoituksia oli jo kerääntynyt paljon tai sijoittaja uskoi sen joka tapauksessa toteutuvan.

Aineiston analyysissä jaoteltiin myös kohteeseen liittyvät tekijät neljään luokkaan: laatu, yrittäjät, yritys sekä sijoittaja ja konteksti. Aineistossa laatu liittyi etenkin tuotteen laatuun. Sijoittajille hyvä tuote oli tärkeä tekijä; huono tuote olisi este sijoitukselle. Kirjallisuudessa laatua on käsitelty enemmän joukkorahoituskampanjan ja projektin tai yrityksen laadun näkökulmasta. Kampanjamateriaalien huolellinen valmistelu on signaali yrityksen laadusta. (Mollick 2014, 8; Hoegen ym. 2018) Sori Brewingin sijoittajat olivat tyytyväisiä liiketoimintasuunnitelmaan ja yrittäjien esiintymiseen. Eritelty suunnitelma perusteluineen oli vakuuttava. Samoin Verdantiin sijoittanut haastateltava arvosti hyvää kommunikointia, joka sai luottamaan siihen, että varat käytetään hyvin. Tämä on linjassa teoriaosuuden kanssa. Sijoittajat tulkitsevat myös yrittäjien kommunikointia ja kanssakäymistä sijoittajien kanssa. Sijoittajat arvostavat aktiivista osallistumista ja relevanttien tietojen antamista sekä päivittämistä kampanjan aikana. (Estrin ym. 2018, 435; Block ym. 2018, 17)

Usko yrittäjiin ja aiempi yrittäjien tuntemus vaikuttivat sijoituspäätökseen. Sijoittajat, jotka kuvailivat uskovansa yrittäjiin, joko tunsivat heidät ennestään tai olivat vakuuttuneet



onnistuneen kampanjan markkinoinnin, kuten sijoittajatapaamisten, ansiosta. Yrittäjien osaaminen ja kokemus korostuivat myös teoriaosuudessa päätöksentekokriteerinä. (Ahlers ym. 2015) Aiempi tiimin tuntemus antaa sijoittajalle paremman aseman arvioida yrittäjien osaamista ja liiketoiminnan mahdollisuuksia. (Wall 2007; Sohl 1999)

Yritykseen liittyviä päätöksentekokriteerejä olivat alhaiseksi koettu riski, helppotajuinen joukkorahoituskohde, yrityksen jo antamat näytöt ja sijainti. Tutkielman viitekehyksessä todettiin, että sijainti on perinteisesti ollut merkittävä kriteeri enkelisijoittajille, ja joukkorahoituksen kansainvälisestä luonteesta huolimatta on sijainnilla rooli päätöksenteossa myös joukkorahoituksessa (Mason & Harrison 2002, 281; Agrawal ym. 2015). Aineistossa sijainti korostui etenkin palkintojen hyödyntämisen kannalta. Muutenkin sijoittajat asuivat melko lähellä panimoita, lukuun ottamatta yhtä, joka asuu eri mantereella.

Toinen sijoittajille perinteisesti tärkeä tekijä on yrityksen kehitysvaihe ja siihenastinen menestys (Sohl 1999). Haastateltavat olivat innokkaita sijoittamaan, kun yritys raportoi onnistuneita kauppvoja tai kun tuotanto ei pystynyt vastaamaan suureen kysyntään. Kysyntä ja käsitys hyvästä markkinatilanteesta vaikuttivat päätöksentekoon. Eräs sijoittaja myös koki panimon helppotajuiseksi ja alhaisen riskin sijoituskohteeksi, koska toiminnan aloittaminen ja hyvän tuotteen aikaansaaminen on kohtuullisen helppoa ja nopeaa. Kuluttajatuotteet saavat helpommin joukkorahoitusta kuin yrityksille suunnatut tuotteet ja palvelut (Lukkarinen ym. 2016). Panimoiden intoa käyttää joukkorahoitusta saattaa selittää se, että rahoitusta on mielenkiintoisella tuotteella, kuten olut, melko helppo saada, ja toisaalta ne tarvitsevat paljon rahoitusta, koska investoinnit laitteistoon ovat suuret.

Teoriaosuudessa tiimiin tai yrittäjiin liittyvänä menestystekijänä käsiteltiin verkostoja. Verkostojen merkitys korostuu myös tutkimusaineistossa. Kaikki haastateltavat olivat kuulleet joukkorahoituksesta joko sosiaalisen median kautta, perheenjäseneltä, tai kaveriltaan. Joukkorahoituskampanja on siis tavoittanut henkilöt joko sivuston kautta, jota he seuraavat (esimerkiksi panimon sosiaalisen median sivu), tai jonkun heidän verkostoonsa kuuluvan käyttäjän kautta (esimerkiksi jaettu linkki). Toinen tapa on ollut kaverin tai perheenjäsenen suosittelu. Teoriaosuudessa korostettiin sitä, että joukkorahoituskampanjan alkuvaiheessa yrittäjien omat verkostot ovat tärkeässä roolissa, ja alkuvaiheen sijoittajat puolestaan luovat positiivista puskaradiota kampanjan ympärille (Mollick 2014, 8; Agrawal

ym. 2015). Enkelisijoittajille verkostot ovat tärkeä keino löytää mahdollisia sijoituskohteita (Sohl 1999). Tutkimus siis vahvistaa ymmärrystä verkostojen tärkeästä roolista.

Haastateltavilta kysyttiin myös heidän mahdollisista sidoksistaan olutalaan. Tällä pyrittiin selvittämään, olivatko he yrittäjien tuttuja, tai muuten tekemisissä projektin kanssa ennen sijoitusta. Teoreettisessa viitekehyksessä todettiin enkelisijoittajien usein sijoittavan alaan, jonka he tuntevat (Mason & Harrison 2002, 280), ja joukkorahoituksessa perheen sekä ystävien sijoitukset ovat tärkeitä kampanjan alkuvaiheen kannalta (Mollick 2014, 8; Agrawal ym. 2015). Mielenkiintoista on, että se, onko alalla töissä tai muuten vaikuttajana, ei aineistossa vaikuttanut suuntaan tai toiseen. Alalla työskentelevät jakautuivat motiiveiltaan. Mahdollisesti alalla työskenteleminen vähentää tarvetta nähdä alaa ja kokea yhteisöllisyyttä sijoituksen kautta.

Kampanjan etenemisestä ja numeroista keskusteltiin muutaman haastateltavan kanssa, mutta kampanjan etenemiseen liittyvät tekijät eivät vaikuttaneet erityisen merkityksellisiltä sijoituspäätöksen kannalta. Tämän perusteella voidaan päätellä, että kampanjan etenemisellä ei ole merkitystä niille sijoittajille, jotka haluavat joka tapauksessa lähteä mukaan. Kvantitatiiviseen alustoilta kerättyyn aineistoon nojaavissa tutkimuksissa kampanjan tilastot ovat olleet tärkeässä roolissa (Hoegen ym. 2018; Mollick 2014, 6; Kuppuswamy & Bayus 2016). Yksilöhaastatteluiden näkökulmasta kampanjan kokonaistilanne ei ole niin merkittävä. Toisaalta on muistettava, että kyseiset kampanjat saavuttivat tavoitteensa, eikä tutkimuksessa erityisesti keskitytty tarkastelemaan kampanjan vaiheen merkitystä, joten aihetta tulisi tutkia lisää.

Haastateltavilta kysyttiin myös, onko heillä muita osakkeita tai rahastoja. Kysymyksen tarkoituksena oli selvittää, onko haastateltavalla kokemusta sijoittamisesta. Kymmenestä haastateltavasta kolmella ei ollut muita osakkeita, kolme oli sijoittanut rahastoihin ja lopuilla neljällä oli rahastoja ja osakkeita. Suurella osalla oli siis jonkinlaista kokemusta sijoittamisesta. Tämä on linjassa aiemman tutkimuksen (Estrin ym. 2018, 436; Crowdfunding from an investor perspective) kanssa. Toisaalta selviä eroja löytyi myös siinä, kuinka tietoisia haastateltavat osakkeiden myyntimahdollisuudesta olivat. Osa haastateltavista ei ollut lainkaan tietoinen tai kiinnostunut aiheesta. ” Et sillen ku mä ostin sen enkä mä vielä okei oikeen niinku ymmärrä et onks se sillee et sen vois oikeesti joskus

myydä”, pohti eräs haastateltava. Toinen ei kokenut ostosta sijoittamiseksi: ”--se menee tavallaa enemmän joukkorahotuksen ku osakkeen ostamisena tai muuna et mul ei oo esimerkiksi mitää muita osakkeita ollenkaa. Se oli vähän se et mitä sä saat siit”.

Joukkorahoituksen kautta ostettuja osakkeita ei siis mielletty samalla tavalla sijoituksiksi tai edes omaisuuseriksi kuin esimerkiksi rahastoja tai muita osakkeita. ”En mä laske näitä muuhun omaisuuteen” sanoi eräs haastateltava. Toinen totesi, että muut osakkeet on ajateltu taloudellisesti fiksuiksi, kun taas panimon osakkeille ei ollut tuotto-odotuksia. Tämä on loogista, koska motiivit sijoitukselle olivat myös enimmäkseen muita kuin taloudellisia. Rahallisen tuoton sijaan sijoittajat saavat arvoa yhteisöllisyydestä, voidessaan toteuttaa itseään osallistumalla ja oppimalla alasta, josta ovat kiinnostuneita. Eräs sijoittaja kommentoi, että olisi mielellään osallistunut kanta-asiakasohjelmaan, josta olisi saanut etuja.

Joukkorahoitukseen sijoittaneet henkilöt jakautuvat kolmeen ryhmään. Aktiiviset ja sitoutuneet -ryhmän jäsenet ovat kiinnostuneita brändistä ja toimivat lähettiläinä, ainakin silloin kun tuote on hyvä. He ovat vahvasti sitoutuneita ja käyvät tapahtumissa, kuten yhtiökokouksissa, ja maistelevat oluita ystäviensä kanssa. He ovat sijoittajina tietoisia joukkorahoituksen riskeistä. He ovat myös tietoisia listaamattomien yritysten osakkeiden jälkimarkkinoiden rajoituksista, mutta uskovat, että panimon osakkeiden myynti olisi mahdollista. He eivät suunnittele myyvänsä osakkeita lähivuosina, jos ollenkaan. Sijoitushorisontti ylipäättään on pitkä. Ryhmän jäsenet haluavat nähdä yrityksen kehityksen pitkällä tähtäimellä. He saattaisivat myydä osan osakkeistaan, jos tuotto olisi äärimmäisen hyvä, mutta eivät kaikkia. He ovat todennäköisesti harkinneet tai ostaneet lisää yrityksen osakkeita. He eivät haluaisi olla enää mukana, jos yrityksessä tapahtuisi merkittäviä aatteellisia muutoksia, tai alkuperäiset yrittäjät myisivät kaikki osakkeensa.

Passiiviset -ryhmän jäsenet ovat enemmän kiinnostuneista oluesta toimialana ja harrastuksena, kuin juuri brändistä, johon sijoittivat. He eivät välttämättä ole niin tietoisia osakkeiden jälkimarkkinasta eivätkä ole pohtineet, voisivätkö osakkeet mahdollisuuden tullessa vai eivät. Passiivinen sijoittaja on kiinnostunut ilmiöstä ja haluaa mahdollisesti tukea kohdetta, mutta ei ole fanaattinen, eikä todennäköisesti muuta ostokäyttäytymistään sijoituksen perusteella. He eivät siis aktiivisesti toimi brändilähettiläinä, mutta saattavat

kuitenkin suositella panimoa ja sen oluita ystävilleen. He ovat suositelleet tai voisivat myös suositella joukkorahoitusta ystävilleen.

Taloudellisen ryhmän jäsenet ovat sijoittaneet panimoon saadakseen tuottoa pääomalle. Sijoituksen aikaväli on myös tällä ryhmällä pitkä, yli 5 vuotta. He eivät ole aktiivisia sijoituksen suhteen; niin kauan kun yritys menee oikeaan suuntaan, saa sijoitus olla. Heille palkinnot eivät olleet tärkeitä. Taloudellisen ryhmän jäsenet eivät ole kiinnostuneita sosiaalisista puolista ja yhteisöllisyydestä, kuten tapahtumista ja toisten sijoittajien kanssa kommunikoinnista. Heillä on kuitenkin kavereita, jotka ovat sijoittaneet samaan kohteeseen.

### 4.3 Tutkimuksen luotettavuus

Tutkielman teoriaosuudessa tarkasteltiin sijoittajien motivaatiota osallistua joukkorahoitukseen, enkeleiden motivaatiota sijoittaa yrityksiin sekä motivaatiota lahjoittaa hyväntekeväisyyteen. Lisäksi tarkasteltiin syitä, miksi ja miten sijoittajat valitsevat tietyn projektin tai yrityksen. Brändiyhteisöt toivat mukaan kuluttajien yhteisöllisyyden ja sen vaikutuksen päätöksentekoon. Tarkoituksena on tarkastella osallistumista eri näkökulmista, jotta voidaan ymmärtää ilmiötä mahdollisimman laajasti.

Tutkimusprosessi on pyritty kuvaamaan mahdollisimman avoimesti ja tarkasti. Aineiston keruu tehtiin huolellisesti ja kaikki vaiheet dokumentoitiin. Haastatteluita tehdessä haastateltaville pyrittiin antamaan mahdollisuus kertoa kaikki, mitä heillä on aiheesta sanottavana. Litterointi tehtiin sanatarkasti ja koko haastattelut litteroitiin, jotta mitään ei jäisi huomaamatta tai konteksti katoaisi. Aineiston kuvailuun käytettiin paljon tilaa, jotta tutkielman lukija pystyisi seuraamaan päättelyä ja tulkintaa. Samoin luokittelut sekä suhteiden tulkinnat on pyritty kirjoittamaan auki.

Tutkimukseen haastatelluilla henkilöillä on kokemusta tutkittavasta ilmiöstä ilmiöstä, eli he ovat osallistuneet joukkorahoitukseen. Haastateltavia etsittiin sosiaalisen median avulla, oman Instagram -tilini kautta. Haastateltavat ilmoittautuvat itse mukaan. Haastateltaville kerroin myös omista sidoksistani Sori Brewing -panimoon (osakkeen omistajuus ja aiempi työpaikka). Lisäksi selvensin, että kyseessä ei ole toimeksianto millekään taholle.

Tutkimuksen luotettavuutta voidaan arvioida käsitteiden uskottavuus, siirrettävyys, sekä varmuus avulla (Tuomi & Sarajärvi 2018, 6.2 Laadullisen tutkimuksen suhde luotettavuuskysymyksiin). Tutkimuksen uskottavuus on pyritty varmistamaan kuvaamalla koko prosessi ja etenkin analyysivaihe mahdollisimman tarkasti. Lisäksi tutkimukseen osallistuneille henkilöille lähetettiin muistiinpanot analyysistä, jotta he voivat varmistaa, ettei mitään ole ymmärretty väärin.

Tulosten siirrettävyys tutkimuskontekstin ulkopuolelle ei välttämättä ole erityisen hyvä. Tutkimusasetelman erityispiirteet, kuten panimoiden sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa tarjotut palkinnot ja se, että suuri osa haastatelluista sijoittajista on myös olutharrastajia, on pyritty kirjoittamaan tutkielmaan auki. Tuloksen siirrettävyys toimialan sisällä voi olla mahdollista, samoin johonkin muuhun kontekstiin, jossa sijoittajat ovat yhtä vahvasti sitoutuneita alaan esimerkiksi harrastuneisuuden kautta.

Varmuus pyrittiin huomioimaan siten, että teoreettinen viitekehys pidettiin avoimena loppuun asti yllätysten ja aineistosta löytyvien odottamattomien tekijöiden varalta. Tutkimuksen toteuttamiseen liittyviin odottamattomiin tekijöihin varauduttiin siten, että oli olemassa suunnitelma, miten hankkia lisää haastateltavia ja kerätä lisää aineistoa tarvittaessa. Näin tutkimus ei kaatuisi, jos aineiston kanssa ilmenisi ongelmia.

## 5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

### 5.1 Johtopäätökset

Tutkielman tavoitteena oli ymmärtää, miksi sijoittajat osallistuvat joukkorahoitukseen, ja miksi he valitsevat tietyn projektin. Lisäksi tavoitteena oli pohtia, onko joukkorahoituksella sosiaalisia ja yhteisöllisiä ulottuvuuksia. Kysymykseen vastaamiseksi haastateltiin kymmentä kasvuhakuiseen panimoon sijoittanutta henkilöä. Tulosten mukaan sijoittajia motivoivat tuotto ja palkinnot, tukeminen, sosiaaliset syyt ja omat mielenkiinnon kohteet. Sijoituskohteeseen liittyviä sijoituspäätökseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä olivat tuotteen ja kampanjan laatu, usko yrittäjiin, yrityksen antamat näytöt ja yhtenevät arvot. Tulokset ovat yhteneväisiä aiemman joukkorahoituksen tutkimuksen kanssa osallistumisen motiiveista (Estrin ym. 2018; Gerber & Hui 2013; Ordanini ym. 2011). Aiemmissa tutkimuksissa ei kuitenkaan noussut esiin se, että sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa motiivit voivat olla kokonaan muita kuin taloudellisia.

Rahallisten tuottojen ja perinteisten sijoitus- ja säästämismotiivien pieni osuus aineistossa yllätti. Muut motiivit kuten tuki ja osallistuminen, ovat kuitenkin linjassa aiemman tutkimuksen kanssa joukkorahoitukseen osallistumisen motiiveista (Ordanini ym. 2011; Gerber & Hui 2013). Näin pienen aineiston pohjalta ei voida eikä ole tarkoitus yleistää, ja on mahdollista, että jakauma on todellisuudessa erilainen. Toisaalta monilla panimoilla ja joukkorahoituksessa yleensä keskimääräinen sijoitus on pieni, joten on mahdollista, että tulos kuitenkin antaa oikeaa suuntaa. Kuten eräs haastateltavakin totesi, hyvin pienelle sijoitukselle ei voi odottaa suurta tuottoa.

Joukkorahoituksessa sijoitetun summan pienuus vaikuttaa osallistumisen kynnykseen. Pieni kynnys osallistua mahdollistaa myös vähemmän intensiivisen suhtautumisen sijoitukseen. Sijoitukseksi pieni summa, esimerkiksi 100 euroa, saattaa ennemmin rinnastua kuluttamiseen ja lahjoittamiseen osallistujien mielessä. Vaikka kyseessä on sijoitusmuotoinen joukkorahoitus, hän ei välttämättä odota mitään tuottoa tai palkintoa. Passiivinen sijoittaja

osallistuu impulsiivisemmin, samalla tavalla kuin lahjoittaja, joka kohtaa mielenkiintoisen ja tunteita herättävän kohteen, ja hetken mielihoiteesta lahjoittaa pienen summan. Tällöin motiivit kuten yrityksestä tykkääminen ovat loogisempia, kuin kymmenien tai satojen tuhansien eurojen enkelisijoituksissa.

Tutkimuksen tulosten perusteella sijoittajat jakautuvat kolmeen ryhmään: Aktiiviset ja sitoutuneet, passiiviset ja taloudelliset sijoittajat. Taloudellisista syistä sijoittavat odotetusti hakevat arvonnousua pääomalle. Kahdessa muussa ryhmässä joukkorahoituksen kautta hankittuja osakkeita ei mielletty osakkeiksi samalla tavalla kuin muuta sijoitusomaisuutta. Sijoittajien motiivit vaikuttivat olevan lähempänä palkintomuotoista joukkorahoitusta kuin sijoitusmuotoista. Myös aktiiviset ja sitoutuneet -ryhmässä sijoittajat kyllä tiedostivat mahdollisuuden saada tuottoa, mutta sitä ei nimetty tärkeimmäksi motiiviksi, tai tärkeäksi ollenkaan. Vaikka tutkittavien omaa kuvailua rahasta puhuttaessa voidaan usein pitää epäluotettavana, vaikuttivat haastatellut henkilöt vilpittömiltä asian suhteen. He olivat myös aidosti ilahtuneita ja osittain yllättyneitä, että panimo oli menestynyt hyvin tähän asti.

Vaikka sijoittajat voidaan jakaa tyyppiryhmiin tulosten hahmottamisen vuoksi, on todellisuus luonnollisesti monimutkaisempi. Tyypittely tehtiin tulosten ja eri teemojen välisten yhteyksien havainnollistamiseksi. Se ei kuitenkaan kerro sijoittajien jakaumasta aineistossa mukana olleissa panimoissa tai yleisesti. Aukottomasti ei voida myöskään todeta, että nämä olisivat ainoat sijoittajatyypit, jotka voidaan sijoittajien keskuudesta löytää.

Palkintoihin liittyvät motiivit eivät ole erityisen yllättäviä, koska panimot tarjosivat palkintoja ja ohjasivat sijoittajien odotuksia siihen suuntaan. Olutharrastajia luonnollisesti motivoivat aiheeseen liittyvät palkinnot. Harrastuneisuus todennäköisesti vaikutti myös altruistisiin motiiveihin, kuten itselle tärkeän aatteen tukemiseen, sekä sosiaalisiin motiiveihin, kuten yhteisöllisyyteen. Henkilökohtainen suhde henkilöön tai asiaan vaikuttaa altruististen motiivien muodostumiseen. (Bretschneider & Leimeister 2017, 248; Hibbert & Horne 2001)

Joukkorahoituksen yhteydessä on usein esitetty huoli, että sijoittajat eivät osaa arvioida riskejä tai yrityksen laatua (Ahlers ym. 2015, 959; Estrin ym. 2018, 426). Tutkimuksen aineiston perusteella kyse ei kuitenkaan ole sijoittajien osaamattomuudesta, koska lähes kaikilla haastatelluilla oli kokemusta rahasto- tai osakesijoittamisesta. Jos taloudellinen

tuotto ei ole tärkeää, voidaan pohtia, mikä on? Yrityksen toiminnan jatkuminen on kuitenkin kaikkien intressi, jolloin riittävä taloudellinen suorituskyky on tärkeää myös silloin, kun tuotot eivät ole tärkein tavoite.

Listaamattomien yritysten osakkeiden jälkimarkkina on epälikvidi. Epäviralliset sijoittajat ovat tyypillisesti mukana pitkällä aikavälillä, joka voi olla esimerkiksi viidestä seitsemään vuotta. (Estrin ym. 2018; Sullivan & Miller 1996, 30.) Tutkimuksen tulosten perusteella sijoitushorisontti on pitkä. Osalla ei ole ollenkaan aikeita myydä, tai myyntiaikeet liittyvät enemmän aatteellisiin tekijöihin, kuin taloudellisiin. Taloudellisten tuottojen toivossa sijoittaneetkin antoivat sijoitushorisontiksi vähintään viisi vuotta.

Vaikuttaminen ei ollut ainakaan haastateluille sijoittajille tärkeää, eikä toisaalta edes mahdollista. Tässä on mielenkiintoinen ristiriita joukkorahoituksen ja perinteisempien sijoitusmuotojen välillä. Siinä missä epävirallisilla sijoittajilla on yleensä vähintään äänivaltaa, ellei jopa merkittävä osuus yrityksestä, joukkorahoituksessa päätäntävalta pysyy yleensä yrittäjällä. Joukkorahoituskirjallisuudessa on todettu joukkorahoituksen olevan arvokas keino saada palautetta ja neuvoja yhteisöltä, mutta toisaalta sen arvo voi olla suurempi markkinoinnin, kuin rahoituksen puolella. Joukkorahoituksen kautta ei välttämättä löydy kokeneita neuvonantajia tai mentoreita yritykselle. Kokemattomat sijoittajat voivat jopa olla haitaksi toisinaan. (Estrin ym. 2018, 433.) Tutkielmassa mukana olleissa tapauksissa päätäntävalta pysyi tiukasti panimoyrittäjillä. Sijoittajat olivat kiinnostuneita oppimaan ja kartuttamaan kokemusta alasta, ennemmin kuin jakamaan omaa osaamistaan yrittäjille.

## 5.2 Yhteenveto

Joukkorahoituksen tasolla tutkimuksen tulokset ovat linjassa aiemman kirjallisuuden kanssa joukkorahoitukseen osallistumisen motiiveista. Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen yhteydessä muut kuin taloudelliset motiivit eivät kuitenkaan korostuneet näin voimakkaasti, vaikka niiden olemassaolo ja mahdollinen yhtäaikaisuus on tunnustettu. Tässä tutkimuksessa motiivit saattoivat kuitenkin olla kokonaan muita kuin taloudellisia. Tähän vaikuttaa todennäköisesti se, että suuri osa sijoittajista harrastaa oluita, ja sijoituksen motiivit liittyvät



enemmän henkilökohtaiseen kiinnostukseen, yhteisöllisyyteen ja identiteettiin. Monet panimot myös korostavat palkintoja ja yhteisöllisyyttä jo kampanjavaiheessa.

Sijoittajien motiivit ja sijoituskriteerit eroavat toisistaan. Toiselle erityisen tärkeää oli hyvä tuote, toiselle mahdollisuus päästä seuraamaan pienpanimon toimintaa ja toiselle potentiaalinen tuotto. Motiivien lisäksi sijoituskohteen sisäisillä tekijöillä on merkitystä sijoituspäätöksen tekemisessä. Sosiaaliset suhteet vaikuttavat siihen, miten sijoittaja kuulee kohteesta ja myös sijoituspäätökseen. Lisäksi sijoitustilanteen konteksti, kuten sopiva ajoitus, voi vaikuttaa päätöksentekoon.

Tutkimuksen empiria ja näkökulma keskittyivät olutalaan ja pienpanimoihin. Tutkimuksen tulokset eivät ole sinällään yleistettävissä. Ne voivat kuitenkin antaa osviittaa motiiveista sijoittaa joukkorahoitukseen silloin, kun sijoituksen kohde liittyy harrastukseen tai muuhun mielenkiinnonkohteeseen, tai kun sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen yhdistyy palkintomuotoisen piirteitä. Tutkimuksen tulokset ovat merkityksellisiä jo pelkästään panimoteollisuuden piirissä, koska joukkorahoitus on paljon käytetty rahoitusväline alalla. Viiden panimon sijoittajien kokemusten kautta voidaan pyrkiä ymmärtämään sijoittajien motiiveja panimon joukkorahoituksessa.

Joukkorahoituksen tutkimus on tähän asti keskittynyt projektien arvioimiseen alustalla. Erittäin vähän huomiota on annettu sille, mitä tapahtuu joukkorahoituskampanjan jälkeen. Estrin ym. (2018, 428) ovat sivunneet aihetta, mutta lähinnä siitä näkökulmasta, ovatko projektit toteutuneet vai epäonnistuneet. Itse kampanjan jälkeisellä ajalla voi kuitenkin olla merkittävä vaikutus rahoituksen saamiseen jatkossa. Aineiston yrityksistä kolme on toteuttanut useamman kuin yhden joukkorahoituskampanjan. Moni haastateltava oli joko sijoittanut tai suunnitellut sijoittavansa lisää samaan yritykseen. Tulevaisuudessa pitäisikin tutkia sitä, miten aiempi kokemus vaikuttaa sijoittajien intoon sijoittaa seuraavassa annissa uudelleen.

Yritys joutuu myös käyttämään aikaa sijoittajien hallintaan. Joukkorahoituksen on todettu olevan hyvä keino sitouttaa asiakkaita, mutta se sitouttaa myös yritystä sijoittajiinsa. Tätä ei kuitenkaan sijoitusmuotoista joukkorahoitusta käsittelevässä kirjallisuudessa ole juurikaan sivuttu. Tutkimuksessa mukana olleista panimoista kolmella ei ole sijoittajille omaa Facebook -ryhmää, kahdella on. Verdant oli erityisesti ilmoittanut, ettei pyri luomaan

sijoittajien yhteisöä, vaan tarkoituksena on kerätä varoja. Brewdog puolestaan on luonut yhtiökokouksestaan massiivisen festivaalin (Crowdcube 2019). Vastaavaa toimintaa esiintyy julkisesti listattujen yhtiöiden kohdalla. Koska sijoittajat usein ovat samalla sitoutuneita asiakkaita, joiden käyttäytyminen voi vaikuttaa myös muihin yhteisön jäseniin, on sillä merkitystä, miten yritys sijoittajasuhdetoimintaa lähestyy.

Mielenkiintoinen jatkotutkimuksen aihe olisi sosiaalisen median käyttö ja sen yhteys sijoittamiseen. Brändiyhteisöt ja verkon vertaisverkostot voivat muuttaa sijoittamista ja sijoittajana vaikuttamista merkittävästi. Vaikka yksittäisen sijoittajan voi olla vaikea saada äänensä kuuluviin, on piensijoittajien myös helppo vaihtaa mielipiteitä ja vaikuttaa joukkona myös sijoituksen aikana.

## LÄHTEET

### Kirjallisuus:

- Adjei, M. T., Noble, S. M., & Noble, C. H. (2010). The influence of C2C communications in online brand communities on customer purchase behavior. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 38(5), 634-653. doi:10.1007/s11747-009-0178-5
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2015). Crowdfunding: Geography, social networks, and the timing of investment decisions. *Journal of Economics & Management Strategy*, 24(2), 253-274. doi:10.1111/jems.12093
- Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955-980. doi:10.1111/etap.12157
- Albert M. Muniz, ., & O'Guinn, T. (2001). Brand community. *Journal of Consumer Research*, 27(4), 412-432. doi:10.1086/319618
- Bagozzi, R. P., & Dholakia, U. M. (2006). Antecedents and purchase consequences of customer participation in small group brand communities. *International Journal of Research in Marketing*, 23(1), 45-61. doi:10.1016/j.ijresmar.2006.01.005
- Basu, A., & Parker, S. C. (2001). Family finance and new business start-ups. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 63(3), 333-358. doi:10.1111/1468-0084.00224
- Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609. doi:10.1016/j.jbusvent.2013.07.003
- Block, J., Hornuf, L., & Moritz, A. (2018). Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation? *Small Business Economics*, 50(1), 3-27. doi:10.1007/s11187-017-9876-4
- Bretschneider, U., & Leimeister, J. M. (2017). Not just an ego-trip: Exploring backers' motivation for funding in incentive-based crowdfunding. *Journal of Strategic Information Systems*, 26(4), 246-260. doi:10.1016/j.jsis.2017.02.002
- Brown, T. E., Boon, E., Pitt, L. F., Industriell ekonomi och organisation (Inst.), Skolan för industriell teknik och management, (ITM), & KTH. (2017). Seeking funding in order to sell: Crowdfunding as a marketing tool. *Business Horizons*, 60(2), 195. doi:10.1016/j.bushor.2016.11.004
- Cholakova, M., & Clarysse, B. (2015). Does the possibility to make equity investments in crowdfunding projects crowd out Reward-Based investments? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 145-172. doi:10.1111/etap.12139

- Cumming, D., Deloof, M., Manigart, S., & Wright, M. (2019). New directions in entrepreneurial finance. *Journal of Banking and Finance*, 100, 252-260. doi:10.1016/j.jbankfin.2019.02.008
- Dushnitsky, G., Guerini, M., Piva, E., & Rossi-Lamastra, C. (2016). Crowdfunding in europe: Determinants of platform creation across countries. *California Management Review*, 58(2), 44-71. doi:10.1525/cm.2016.58.2.44
- Erikson, T., Sørheim, R., & Reitan, B. (2003). Family angels vs. other informal investors. *Family Business Review*, 16(3), 163-171. doi:10.1177/08944865030160030201
- Estrin, S., Gozman, D., & Khavul, S. (2018). The evolution and adoption of equity crowdfunding: Entrepreneur and investor entry into a new market. *Small Business Economics*, 51(2), 425-439. doi:10.1007/s11187-018-0009-5
- Gerber, E. M., & Hui, J. (2013). Crowdfunding: Motivations and deterrents for participation. *ACM Transactions on Computer-Human Interaction (TOCHI)*, 20(6), 1-32. doi:10.1145/2530540
- Gleasure, R., & Morgan, L. (2018). The pastoral crowd: Exploring self-hosted crowdfunding using activity theory and social capital. *Information Systems Journal*, 28(3), 489-515. doi:10.1111/isj.12143
- Guy, B. S., & Patton, W. E. (1989). The marketing of altruistic causes: Understanding why people help. *Journal of Consumer Marketing*, 6(1), 19-30. doi:10.1108/EUM0000000002536
- Hibbert, S., & Horne, S. (1996). Giving to charity: Questioning the donor decision process. *Journal of Consumer Marketing*, 13(2), 4-13. doi:10.1108/07363769610115366
- Hirsjärvi, S., & Hurme, H. (1982). *Teemahaastattelu* (2. korj. p. ed.). Hki: Gaudeamus.
- Hoegen, A., Steininger, D. M., & Veit, D. (2018). How do investors decide? an interdisciplinary review of decision-making in crowdfunding. *Electronic Markets*, 28(3), 339-365. doi:10.1007/s12525-017-0269-y
- Hoque, Z. (2006). *Methodological issues in accounting research: Theories, methods and issues*. London: Spiramus.
- Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2018). Market mechanisms and funding dynamics in equity crowdfunding. *Journal of Corporate Finance*, 50, 556-574. doi:10.1016/j.jcorpfin.2017.08.009
- Kallio, A., & Vuola, L. (2018). *Joukkorahoitus*. Helsinki: Alma Talent.

- Kuppuswamy, V., & Bayus, B. L. (2016). Does my contribution to your crowdfunding project matter? *Journal of Business Venturing*, 32(1), 72-89. doi:10.1016/j.jbusvent.2016.10.004
- Lerner, J. (1995). Venture capitalists and the oversight of private firms. *The Journal of Finance*, 50(1), 301-318. doi:10.2307/2329247
- Liang, T., Wu, S. P., & Huang, C. (2019). Why funders invest in crowdfunding projects: Role of trust from the dual-process perspective. *Information & Management*, 56(1), 70-84. doi:10.1016/j.im.2018.07.002
- Lukkarinen, A., Teich, J. E., Wallenius, J., & Wallenius, H. (2016). Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. *Decision Support Systems*, 87, 26-38. doi:10.1016/j.dss.2016.04.006
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2002). Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14(3), 271-287. doi:10.1080/08985620210142011
- Maula, M., Autio, E., & Arenius, P. (2005). What drives micro-angel investments? *Small Business Economics*, 25(5), 459-475. doi:10.1007/s11187-004-2278-4
- McAlexander, J. H., Schouten, J. W., & Koenig, H. F. (2002). Building brand community. *Journal of Marketing*, 66(1), 38-54. doi:10.1509/jmkg.66.1.38.18451
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16. doi:10.1016/j.jbusvent.2013.06.005
- Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., & Parasuraman, A. (2011). Crowd-funding: Transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22(4), 443-470. doi:10.1108/09564231111155079
- Prowse, S. (1998). Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking and Finance*, 22(6), 785-792. doi:10.1016/S0378-4266(98)00044-2
- Saxton, G. D., & Wang, L. (2014). The social network effect: The determinants of giving through social media. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 43(5), 850-868. doi:10.1177/0899764013485159
- Short, J. C., Ketchen, D. J., McKenny, A. F., Allison, T. H., & Ireland, R. D. (2017). Research on crowdfunding: Reviewing the (very recent) past and celebrating the present. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2), 149-160. doi:10.1111/etap.12270
- Sohl, J. E. (1999). The early-stage equity market in the USA. *Venture Capital*, 1(2), 101-120. doi:10.1080/136910699295929

- Sørheim, R., Landström, H., Sektionen för ekonomi och teknik, (SET), & Högskolan i Halmstad. (2001). Informal investors - A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship & Regional Development*, 13(4), 351-370. doi:10.1080/08985620110067511
- Sullivan, M. K., & Miller, A. (1996). Segmenting the informal venture capital market: Economic, hedonistic, and altruistic investors. *Journal of Business Research*, 36(1), 25-35. doi:10.1016/0148-2963(95)00160-3
- Tuomi, J., & Sarajärvi, A. (2018). *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi* (Uudistettu laitos. ed.). Helsinki: Tammi.
- Wall, L. D. (2007). On investing in the equity of small firms. *Journal of Small Business Management*, 45(1), 89-93. doi:10.1111/j.1540-627X.2007.00200.x
- Walthoff-Borm, X., Schwienbacher, A., & Vanacker, T. (2018). Equity crowdfunding: First resort or last resort? *Journal of Business Venturing*, 33(4), 513-533. doi:10.1016/j.jbusvent.2018.04.001
- Wang, X., Yu, C., & Wei, Y. (2012). Social media peer communication and impacts on purchase intentions: A consumer socialization framework. *Journal of Interactive Marketing*, 26(4), 198-208. doi:10.1016/j.intmar.2011.11.004

### WWW -sivut:

- Brewdog 2019. Panimon WWW-sivu.  
<https://www.brewdog.com/>  
 Luettu 5.3.2019
- Brewdog 2019b. Equity for Punks Benefits WWW-sivu.  
<https://efp.brewdog.com/equityforpunks/benefits>  
 Luettu 16.4.2019
- Brewers Association 2019. WWW-sivu.  
<https://www.brewersassociation.org/statistics/national-beer-sales-production-data/>  
 Luettu 25.4.2019
- Crowdcube 2019. WWW-sivu.  
<https://www.crowdcube.com/companies/verdant-brewing-co/pitches/Z7VYRl>  
 Luettu 25.4.2019
- Crowdfunding from investor perspective 2015. Oxeran WWW-sivu.  
[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/160503-study-crowdfunding-](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/160503-study-crowdfunding-)

investor-perspective\_en\_0.pdf  
Luettu 16.4.2019

Davies, R. 2017. "Punk' beer maker BrewDog sells 22% of firm to private equity house." The Guardian,  
<https://www.theguardian.com/business/2017/apr/09/punk-beermaker-brewdog-sells-22-of-firm-to-private-equity-house>  
Luettu 20.3.2019

Suomen Pankki 2019. WWW-sivu.  
<https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/Joukkorahoitus-ja-vertaislainaus/>  
Luettu 25.4.2019

Herrala, O. 2019. "Lainamuotoinen joukkorahoitus valtaa alaa – "Osakepuolella valuaatiot voivat olla täysin ylimitoitettuja"." Kauppalehti,  
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/lainamuotoinen-joukkorahoitus-valtaa-alaa-osakepuolella-valuaatiot-voivat-olla-taysin-ylimitoitettuja/b4de35d4-2820-4983-bca6-bd960e31c900>  
Luettu 20.3.2019

Kankare, M. 2017. "Pienpanimoita on 85, kaksi tekee valtaosan tuloksesta – Sangen paljastaa joukkorahoituksen ongelmat." Talouselämä,  
<https://www.talouselama.fi/uutiset/pienpanimoita-on-85-kaksi-tekee-valtaosan-tuloksesta-sangen-paljastaa-joukkorahoituksen-ongelmat/f377536d-92f6-3b50-b47a-c67fc839589f>  
Luettu 16.4.2019

Koskinen, R. 2017. "Tornion Panimo järjestää uuden osakeannin – tavoitteena rakentaa oma tölkityslinja ja käynnistää vienti ulkomaille." Yle Uutiset,  
<https://yle.fi/uutiset/3-9818868>  
Luettu 25.4.2019

Maku Brewing 2019. Panimon WWW-sivu.  
<https://makubrewing.com/>  
Luettu 5.3.2019

Maku Brewing. Antiesite.  
[http://makubrewing.com/wp-content/uploads/2016/10/Maku\\_Brewing\\_Antiesite1.pdf](http://makubrewing.com/wp-content/uploads/2016/10/Maku_Brewing_Antiesite1.pdf)  
Luettu 4.4.2019

National Park Service 2015. WWW-sivu.  
<https://www.nps.gov/stli/learn/historyculture/joseph-pulitzer.htm>  
Luettu 16.4.2019

Pyynikin Käsityöläispanimo 2019. Panimon WWW-sivu.

<http://pyynikin.com/>

Luettu 5.3.2019

Pyynikin Käsityöläispanimo. Antiesite.

<http://pyynikin.com/content/uploads/2018/09/Pyynikin-osakeanti-2018-3.pdf>

Luettu 4.4.2019

Sori Brewing 2019. Panimon WWW-sivu.

<https://soribrewing.com/>

Luettu 5.3.2019

Verdant Brewing 2019. Panimon WWW-sivu.

<https://verdantbrewing.co/>

Luettu 5.3.2019



## LIITTEET

### LIITE 1: Haastattelurunko

Harrastuneisuus	Harrastatko oluita? Käytkö tapahtumissa? Kytöksiiä olutalaan?
Alku	Miksi sijoitit juuri panimoon? (vs teknologia tms) Mistä kuult panimon x joukkorahoituksesta? Millainen mielikuva kampanjasta ja perustajista? Etsikö sopivaa kohdetta jo aiemmin? Miksi panimo x valikoitui? Olivatko perustajat tuttuja? Seurasitko joukkorahoituskampanjan etenemistä ennen/jälkeen sijoituksen? Oliko joukkorahoitus tuttu ilmiö?
Arviointi	Arvioitko sijoituksena jotenkin (tuottoarvio, aikajänne tms) Vaikuttivatko (mahdolliset) luvatut edut sijoituspäätökseen? Oman sijoituksen vaikutus liiketoimintaan/rahoituksen onnistumiseen? Onko muita sijoituksia? Tavoite, odotukset (henkilökohtaiset/panimoon liittyvät)
Omistajuus	Millaisia kokemuksia antanut? (tapahtumat, uudet tutut) Onko vastannut odotuksia? (panimon menestys, omat odotukset, rahallinen) Onko jokin sosiaalinen puoli? (tavannut omistajia, muita sijoittajia, kavereiden kanssa) Vaikuttaminen omistajana? (Yhtiökokous, äänivalta) Vaikuttaminen suosittelijana, oma ostokäyttäytyminen, some Exit

**LIITE 2: Haastattelut**

Haastattelu numero, panimo, johon haastattelu liittyi, päivämäärä

Haastattelu 1, Sori Brewing, 1.2.2019

Haastattelu 2, Maku Brewing, 24.2.2019

Haastattelu 3, Pyynikin Käsityöläispanimo, 26.2.2019

Haastattelu 4, Sori Brewing, 1.3.2019

Haastattelu 5, Brewdog, 1.3.2019

Haastattelu 6, Sori Brewing, 13.3.2019

Haastattelu 7, Brewdog, 14.3.2019

Haastattelu 8, Sori Brewing, 20.3.2019

Haastattelu 9, Verdant, 22.3.2019

Haastattelu 10, Pyynikin Käsityöläispanimo, 5.4.2019